

BOLETÍN ECONÓMICO

07-08/2008

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



**El Banco de España difunde todos sus informes
y publicaciones periódicas a través de la red Internet
en la dirección <http://www.bde.es>.**

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro,
siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2008
ISSN: 0210 - 3737 (edición impresa)
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)
Depósito legal: M. 5852 - 1979
Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos Centrales Nacionales
BE	Banco de España
BOE	Boletín Oficial del Estado
CBE	Circular del Banco de España
CCAA	Comunidades Autónomas
CCLL	Corporaciones Locales
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros
CEM	Confederación Española de Mutualidades
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas
CNE	Contabilidad Nacional de España
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España
DEG	Derechos Especiales de Giro
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DGT	Dirección General de Tráfico
DGTFP	Dirección General del Tesoro y Política Financiera
EC	Entidades de Crédito
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)
EUROSTAT	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas
EPA	Encuesta de población activa
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola
FFPP	Fondos de Pensiones
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial
FSE	Fondo Social Europeo
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo
ICO	Instituto de Crédito Oficial
IFM	Instituciones Financieras Monetarias
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado

IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
INE	Instituto Nacional de Estadística
INEM	Servicio Público de Empleo Estatal
INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
IPC	Índice de Precios de Consumo
IPI	Índice de Producción Industrial
IPRI	Índice de Precios Industriales
IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados no Energéticos
ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
OBS	Obra Benéfico Social
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
OM	Orden Ministerial
OOAA	Organismos Autónomos
OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
OSR	Otros Sectores Residentes
PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
PIB	Producto Interior Bruto
PIB pm	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
PNB	Producto Nacional Bruto
RD	Real Decreto
RM	Resto del mundo
SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
SEC	Sistema Europeo de Cuentas
SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente
SME	Sistema Monetario Europeo
TAE	Tasa Anual Equivalente
TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
UE 27	Países correspondientes a la Unión europea desde 1.1.2007
VNA	Variación Neta de Activos
VNP	Variación Neta de Pasivos

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EEK (corona estonia)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	LVL (lats letón)
LT	Lituania	LTL (litas lituano)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumania	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	SKK (corona eslovaca)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	EEUU	USD (dólar EEUU)

ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T _j ⁱ	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m _j	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.

ÍNDICE

Informe trimestral de la economía española

- 1 Rasgos básicos 13
- 2 Entorno exterior del área del euro 21
- 3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo 28
- 4 La economía española 44
- 5 Evolución financiera 68

Una primera estimación del impacto económico de una reducción de las cargas administrativas en España 81

El precio de la vivienda y la reasignación sectorial del empleo: evidencia internacional 93

La dinámica de la inversión en existencias en la UEM 101

Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2007 115

Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2007 127

Regulación financiera: segundo trimestre de 2008 145

Indicadores económicos 1*

Artículos y publicaciones del Banco de España 67*

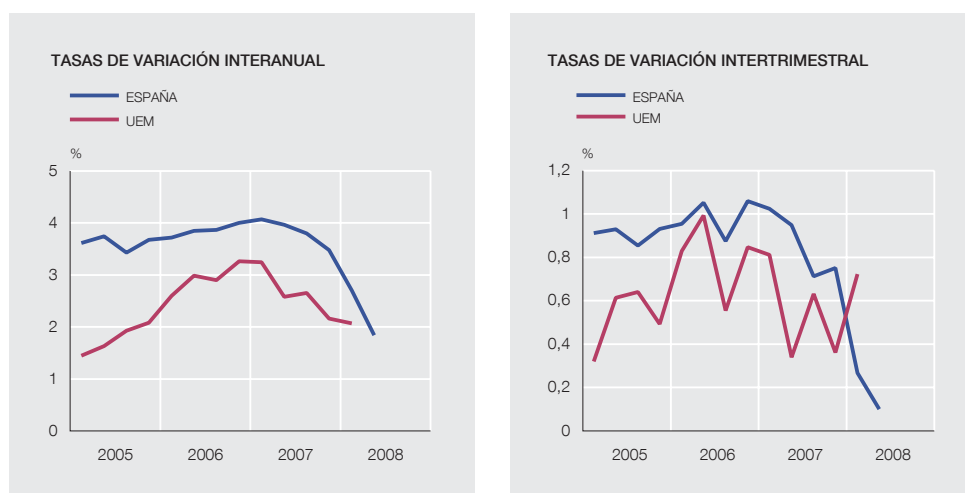
1 Rasgos básicos

Durante la primera mitad de 2008, la economía española acentuó la trayectoria de ajuste que había iniciado a lo largo del ejercicio anterior. En el primer trimestre, la tasa de crecimiento interanual del PIB se redujo en ocho décimas, hasta el 2,7%, mientras que el ritmo de avance intertrimestral fue del 0,3%, cinco décimas menos que en el trimestre precedente. Esta pérdida de dinamismo estuvo motivada por el acusado debilitamiento de la demanda nacional, que fue ligeramente amortiguado por la mejora experimentada por la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del producto.

Los indicadores económicos referidos al segundo trimestre de 2008 apuntan a un ajuste más pronunciado, particularmente intenso en el consumo privado y en el empleo, en un marco en el que la prolongación del episodio de turbulencias financieras y la escalada del precio del crudo están aumentando la incertidumbre sobre la evolución económica, con importantes efectos sobre la confianza de los agentes. La elevada dependencia de la economía española del ahorro exterior, junto con la importancia del petróleo y de productos derivados en su estructura productiva, está contribuyendo a propagar el efecto de las perturbaciones que se están viviendo. En este contexto, las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural disponible apuntan a que la tasa de crecimiento interanual del PIB en el segundo trimestre ascendió al 1,8% (0,1% en términos de su tasa intertrimestral), como resultado de un significativo recorte en las tasas de crecimiento de los distintos componentes de la demanda nacional —que, en conjunto, habría aumentado a una tasa del 1,9% (2,8% en el trimestre previo)— y de una mejora de 0,2 puntos porcentuales (pp) en la aportación de la demanda exterior neta, que se habría situado en -0,1 pp. Por el lado de la oferta, la corrección del sector residencial se ha agudizado en los últimos meses y está teniendo un marcado impacto sobre el empleo, que estaría actuando como el principal canal de transmisión del ajuste inmobiliario hacia el resto de la economía. La información de la EPA correspondiente al segundo trimestre del año muestra un fuerte recorte en la creación de empleo, con una tasa de avance interanual del 0,3%. Por su parte, la tasa de paro repuntó hasta el 10,4%. En cuanto a los precios, durante el segundo trimestre continuó el deterioro de la inflación, que reflejó con celeridad el incremento de los precios del petróleo. Como consecuencia de ello, el IAPC alcanzó en junio una tasa interanual de crecimiento del 5,1%, que situó el diferencial con la UEM en 1,1 pp, el nivel promedio desde el inicio de la UEM.

En el panorama económico internacional, a lo largo del segundo trimestre de 2008 prosiguió el episodio de inestabilidad financiera, la trayectoria alcista del precio del petróleo, el deterioro de las perspectivas de inflación y el ajuste macroeconómico en las principales economías desarrolladas, que está alcanzando particular relieve en Estados Unidos. Todo ello conforma un escenario más incierto que el de los últimos trimestres, aumentando la probabilidad de que la fase bajista del ciclo de la economía mundial se prolongue hasta bien entrado 2009.

El precio del petróleo experimentó fuertes subidas a lo largo del trimestre, hasta niveles que rozaron los 145 dólares por barril a mediados del mes de julio —máximo histórico en términos reales—, aunque en los días posteriores se corregiría parcialmente. La escalada en la cotización de esta materia prima está generando un progresivo aumento de las tasas de inflación de las economías industrializadas y emergentes, elevando la percepción de riesgos inflacionistas a nivel global. En consecuencia, a lo largo del trimestre se produjo un cambio en las perspectivas sobre la orientación de la política monetaria en la segunda parte del año, que se reflejó en una revisión al alza en las expectativas sobre los tipos de interés oficiales, con carácter relativamente generalizado.



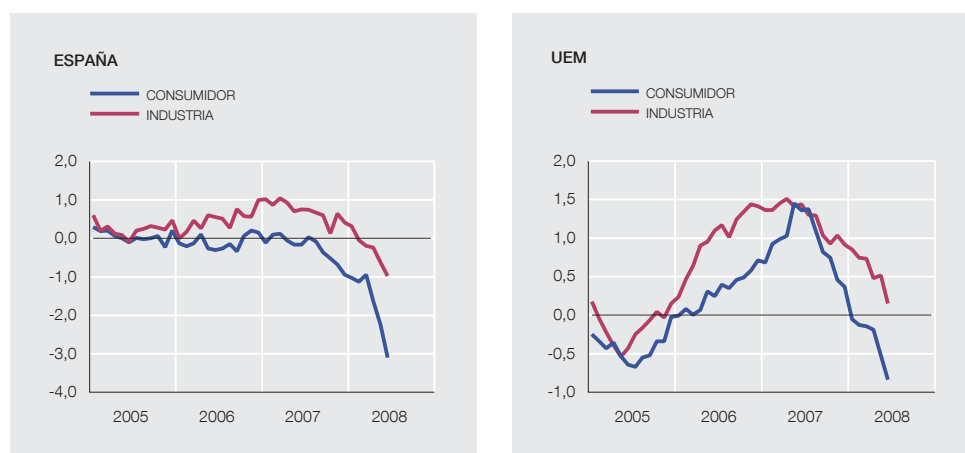
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

Tras un comportamiento algo más estable de los mercados financieros en abril y mayo, en junio y julio se produjeron nuevos brotes de tensión financiera, que se materializaron en un nuevo aumento de las primas de riesgo crediticio, un tono más negativo en las bolsas —que registraron pérdidas significativas— e incrementos en las rentabilidades de los bonos a largo plazo, si bien estos últimos experimentaron una leve corrección a la baja en julio. A este rebrote contribuyó, junto con la percepción de los riesgos inflacionistas ya mencionados, la revisión a la baja de la calificación crediticia de algunas de las principales aseguradoras de bonos, la publicación de nuevas pérdidas por parte de algunos bancos de inversión en Estados Unidos y, ya en julio, las dificultades financieras de dos importantes firmas hipotecarias, lo que llevó al anuncio por parte del Gobierno norteamericano de un plan contingente para apoyarlas. En estas circunstancias, los principales bancos centrales continuaron realizando importantes operaciones de suministro de liquidez —aumentando, en algunos casos, el límite de determinados mecanismos de inyección de liquidez— y la Reserva Federal redujo en una única ocasión en el trimestre, concretamente en el mes de abril, el tipo objetivo de los fondos federales hasta el 2%. El dólar se depreció ligeramente frente al euro en un entorno de elevada volatilidad.

La actividad de la economía mundial siguió muy influida por el ajuste de la economía norteamericana, a pesar de que el PIB de Estados Unidos en el primer trimestre fue algo superior al que se había estimado inicialmente. Los indicadores más recientes muestran un debilitamiento adicional por la profundización del ajuste del sector inmobiliario y la caída del empleo, a pesar de cierta mejoría en los indicadores de consumo por el efecto de las ayudas fiscales. Las perspectivas económicas han empeorado en Japón y, sobre todo, en el Reino Unido, ante el rápido deterioro del sector residencial. En las economías emergentes, la actividad mantuvo, en términos generales, un mayor dinamismo, si bien se observaron algunos indicios de moderación y la inflación continuó repuntando de forma generalizada, lo que motivó el endurecimiento del tono de las políticas monetarias en buena parte de ellas.

En cuanto a la evolución económica del área del euro, los datos más recientes sugieren una notable reducción del ritmo de avance del PIB en el segundo trimestre de 2008. La desaceleración de la actividad reflejó, en parte, la corrección de algunos factores que impulsaron ex-



FUENTE: Comisión Europea.

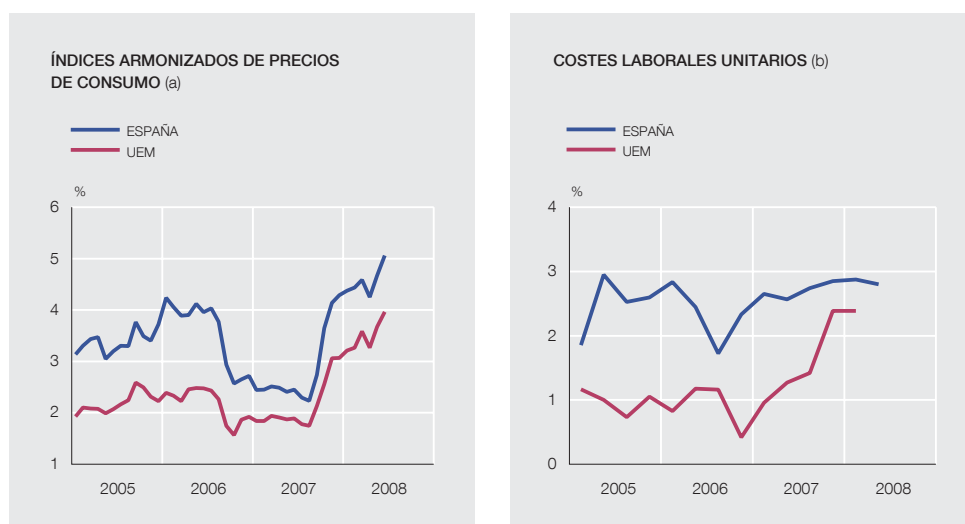
a. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

cepcionalmente el crecimiento en el primer trimestre, pero, de manera más fundamental, el efecto de un entorno exterior más débil y de unas condiciones financieras que se han ido haciendo más restrictivas como resultado de la prolongación del período de inestabilidad financiera, el aumento del precio del petróleo y de las materias primas alimenticias y la apreciación del tipo de cambio del euro.

También la inflación en el área del euro mostró una tendencia creciente en los últimos meses, como consecuencia, fundamentalmente, de la evolución del componente energético, mientras que el componente alimenticio mantuvo una elevada aportación. No obstante, el agregado de precios que excluye la energía y los precios de los alimentos no elaborados (IPSEBENE) experimentó un pequeño recorte en el trimestre, hasta el 2,5%, en junio. En un contexto en que el mercado de trabajo sigue relativamente tensionado, los riesgos al alza sobre la inflación del área son elevados, tanto por posibles subidas adicionales del precio del petróleo como porque los mecanismos de fijación de precios y salarios puedan dar lugar a la propagación de efectos de segunda ronda si las expectativas de inflación se deterioraran adicionalmente.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión de principios de julio, subir 25 puntos básicos (pb) el tipo de interés de las operaciones principales de financiación, hasta el 4,25%, con el fin de prevenir la aparición de este tipo de efectos y contrarrestar los riesgos crecientes al alza para la estabilidad de precios en el medio plazo.

Todos estos factores determinaron que el entorno exterior en el que se desenvuelve la economía española continuara debilitándose a lo largo del trimestre. Simultáneamente, las condiciones de financiación de familias y empresas mostraron un nuevo endurecimiento, que se manifestó en incrementos adicionales en el coste de los recursos obtenidos —en línea con los aumentos en los tipos de interés negociados en los mercados de referencia— y en la aplicación de criterios de concesión de financiación más estrictos por parte de las entidades, en un contexto de reevaluación global del riesgo. Por su parte, como ya se ha comentado, la volatilidad en las bolsas continuó siendo elevada y los principales índices bursátiles retomaron una trayectoria descendente a partir de la segunda mitad de mayo, que se aceleró a lo largo del mes de julio, frenando la revalorización de la riqueza financiera. Por último, en el mercado inmobiliario, los precios de la vivienda mostraron incrementos medios muy modestos en términos interanuales en el segundo trimestre (2%) —que implican una caída intertri-



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

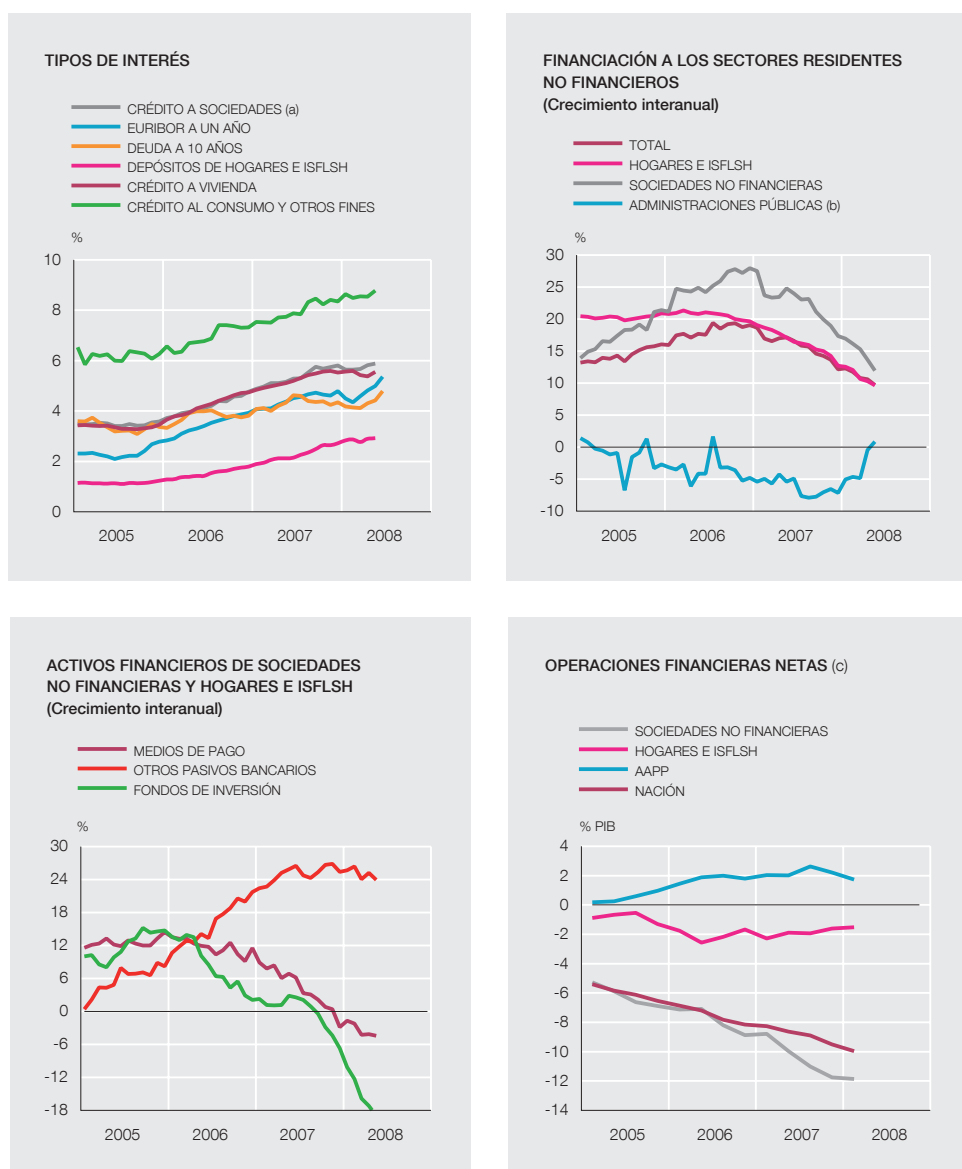
a. Tasas de variación interanual.

b. Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

mestral del 0,3% —, con lo que la revalorización del patrimonio inmobiliario habría continuado ralentizándose.

En el marco descrito, el gasto de los hogares está siguiendo una pauta de ajuste bastante marcado. La acusada desaceleración del consumo de las familias que se observó en los tres primeros meses de este ejercicio ha continuado durante el segundo trimestre, para el que se estima una tasa de crecimiento interanual próxima al 1%. Detrás de la rápida respuesta del consumo subyacen, como en trimestres previos, los menores incrementos de la renta disponible y los aumentos más atenuados de la riqueza, tanto de su componente financiero como del vinculado al valor de los inmuebles. Pero a ello hay que sumar en los últimos meses la persistencia de un entorno económico muy incierto, en el que el deterioro de la confianza de los consumidores está afectando negativamente a las decisiones de gasto. En el caso de la renta disponible, hay que destacar el efecto contractivo que está teniendo el recorte en el ritmo de creación de empleo y el aumento de la tasa de inflación, a raíz de la elevación de los precios de la energía. Su impacto sobre la renta ha superado el impulso que proviene del repunte de los salarios y de la actuación expansiva del sector público en los primeros meses del ejercicio, aunque, a la hora de estimar este último, no se ha tenido en cuenta la rebaja fiscal que entró en vigor a finales de junio, pues cabe prever que sus efectos, independientemente de la magnitud que adquieran, se producirán fundamentalmente en la segunda mitad del año. Con todo, es muy probable que el recorte de la tasa de crecimiento del consumo esté empezando a ser más acusado que el de sus determinantes, con lo que la tasa de ahorro podría haber empezado a repuntar ya en el segundo trimestre, en línea con el escenario de mayor incertidumbre que se ha dibujado en los párrafos anteriores. En esta misma dirección habría actuado la elevación de los tipos de interés, alentando la sustitución de consumo presente por consumo futuro y elevando la tasa de ahorro. En estas circunstancias, cabe esperar que la trayectoria de recuperación del ahorro de las familias continúe en lo que resta de año.

En cuanto a la inversión residencial, la intensidad del ajuste en el segundo trimestre fue superior a la que se observó en los primeros meses del año, con descensos estimados en el entorno del 3%. Como en el caso del consumo, el clima de incertidumbre y el descenso de la



FUENTE: Banco de España.

a. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

b. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

c. Datos acumulados de cuatro trimestres.

confianza han agudizado la corrección del sector que se viene registrando desde la segunda mitad de 2006, conforme el cambio en las expectativas sobre la evolución de los precios inmobiliarios y el endurecimiento en el coste de financiación se habían ido transmitiendo hacia la inversión residencial. Hay que señalar, además, que la corrección se está produciendo en una etapa en la que la finalización de viviendas registra volúmenes muy elevados, lo que está contribuyendo a ampliar el *stock* de inmuebles sin vender.

A lo largo de la fase de ajuste del gasto de las familias, se ha ido produciendo una contención en el ritmo de avance de su endeudamiento, trayectoria que ha continuado en la parte transcurrida del ejercicio, en un contexto macroeconómico más débil y de aumento en el coste de los fondos. Como consecuencia de esta evolución, la tasa de crecimiento del crédito se ha ido

aproximando a la de la renta del sector, lo que ha permitido una estabilización de su ratio de endeudamiento, que permanecía en el primer trimestre algo por encima del 130% de la RBD. El crecimiento interanual de la financiación del sector de hogares se situó en mayo algo por debajo del 10%, casi 1 pp inferior al observado en el trimestre precedente, con descensos tanto en el crédito para la adquisición de vivienda, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en el 10%, como en los fondos destinados a consumo y otros fines, que aumentaron un 8% durante los últimos doce meses.

La inversión empresarial también presenta signos de debilitamiento, aunque hasta el momento algo más atenuados, prolongando el perfil de desaceleración que se viene observando desde la segunda mitad de 2007. La pérdida de impulso de la inversión en bienes de equipo, que se estima alcanzó una tasa interanual algo inferior al 3% en el segundo trimestre, está en línea con el perfil de la actividad económica y con el fuerte deterioro de la confianza empresarial. En cuanto a la evolución financiera de las empresas, se produjo un nuevo endurecimiento en las condiciones de acceso a la financiación a lo largo del trimestre y una cierta inflexión en sus ratios de rentabilidad, como consecuencia, principalmente, del aumento de la carga financiera, si bien permanecen en niveles que, en ausencia del clima de deterioro sobre las perspectivas económicas, permitirían el desarrollo de nuevos planes de gasto.

El progresivo endurecimiento en las condiciones de financiación de las sociedades y la pérdida de vigor de la actividad empresarial siguieron contribuyendo a la desaceleración en el ritmo de avance de la deuda de las empresas, que en mayo creció a una tasa próxima al 12%, más de 3 pp por debajo de su registro en marzo. Por actividades productivas, la información más reciente, referida a los tres primeros meses de este ejercicio, muestra que la reducción en la tasa de avance del crédito está siendo muy intensa en el destinado a financiar actividades inmobiliarias y más moderada en la construcción, mientras que los fondos destinados al sector industrial y al resto de servicios mantienen su dinamismo, a pesar del debilitamiento de la actividad, con tasas de crecimiento interanual del 19% y del 22%, respectivamente. En línea con la progresiva desaceleración de la deuda, el nivel del endeudamiento de las sociedades ha tendido a estabilizarse en los últimos trimestres, aunque la carga financiera continuó aumentando.

En el segundo trimestre, se estima que la demanda exterior neta mejoró en 0,2 pp su contribución al crecimiento del PIB, hasta situarse en -0,1 pp, como consecuencia de un comportamiento relativamente dinámico de las exportaciones, que registraron incrementos similares a los del trimestre anterior —en el entorno del 5%—, y de una disminución en el ritmo de avance de las importaciones, que, como en etapas cíclicas similares, acusan con rapidez la pérdida de vigor de la demanda final. Y todo ello en un contexto exterior en el que continuó la ralentización de los flujos de comercio mundial y en el que los indicadores de competitividad-precio experimentaron un cierto deterioro, como consecuencia, principalmente, de la apreciación del tipo de cambio del euro a lo largo de los últimos meses. En este sentido, cabría relacionar, en alguna medida, el mantenimiento de nuestras ventas al exterior con el dinamismo importador que muestran los países productores del petróleo, como consecuencia de los ingresos extraordinarios que están recibiendo. Respecto a los servicios turísticos, los indicadores disponibles indican una cierta recuperación de las exportaciones de este tipo de actividades, si bien dentro de una trayectoria de moderación, y una ralentización de las importaciones. El comercio con el exterior de servicios no turísticos, por su parte, ha recortado su ritmo de avance en los primeros meses del ejercicio.

Hay que señalar, no obstante, que la trayectoria de mejora gradual de la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB que comenzó hace aproximadamente dos años no

ha impedido que continuara la ampliación de las necesidades de financiación de la nación, que alcanzaron, en el primer trimestre del año, el 10% del PIB, en términos acumulados de doce meses. En este sentido, la escalada de los precios del petróleo introduce una dificultad adicional a la corrección del déficit comercial y, por lo tanto, del déficit exterior.

Por el lado de la oferta, el recorte del gasto se reflejó con rapidez en la actividad y el empleo, donde todos los sectores acusaron un comportamiento más débil que en el trimestre anterior, con recortes en el valor añadido y en la ocupación en los sectores de la construcción y de manufacturas —muy afectado por la debilidad del consumo y por la caída de consumos intermedios por las actividades vinculadas a la construcción—. Como contrapunto, las actividades de servicios mantuvieron un mayor dinamismo, aunque dentro de una trayectoria de desaceleración que se fue haciendo más acusada, en el componente de servicios de mercado, a medida que avanzaba el trimestre. Como nota destacable hay que mencionar la rápida respuesta de la ocupación al cambio cíclico, pauta que se observó ya en los meses iniciales del año, pero que ha alcanzado una gran intensidad en el período más reciente, de modo que el empleo pasó de aumentar a tasas próximas al 3% en la segunda mitad de 2007 a mostrar incrementos prácticamente nulos en el segundo trimestre de este año. Además, como en etapas contractivas previas, el ajuste del empleo está recayendo, fundamentalmente, en el empleo temporal, como muestra la rápida corrección a la baja que ha registrado la ratio de temporalidad en los últimos trimestres. Adicionalmente, el empuje de la población activa hace que el aumento del desempleo se esté viendo acompañado de rápidos incrementos en la tasa de paro, que se elevó hasta el 9,6% en los tres primeros meses del año. En conjunto, el recorte en el ritmo de creación de empleo en las ramas de mercado fue mayor que el de la actividad, con lo que la productividad aparente experimentó un ligero repunte, hasta situarse en el entorno del 1,5%.

A pesar de la notable pérdida de dinamismo del mercado de trabajo, los salarios continuaron aumentando, reflejando el repunte del salario medio pactado en los convenios colectivos (que se situaba en junio en el 3,5%, cuatro décimas por encima del del año anterior) y el impacto de la activación de las cláusulas de salvaguarda por la desviación de la inflación en 2007 (que supuso 1,1 pp de incremento adicional). De este modo, la remuneración por asalariado en la economía de mercado podría situarse en el segundo trimestre en una tasa algo superior al 4%. En términos de los costes laborales por unidad de producto, el aumento sería algo inferior debido al efecto compensador que habrían desempeñado las ganancias de productividad observadas.

El repunte de los costes laborales y el fuerte incremento del coste de las materias primas energéticas y, en menor medida, de las alimenticias, en un entorno en el que los márgenes no flexionan suficientemente en ciertas actividades, configuran un escenario de tensiones de precios, a pesar del debilitamiento de la actividad, y de deterioro en las perspectivas de inflación para lo que resta del año. Aunque el incremento de la tasa de inflación en el período más reciente —hasta alcanzar el IPC una tasa interanual del 5% en junio— se ha debido fundamentalmente al impacto directo de la elevación de los precios de la energía, el repunte del componente de servicios en el último mes sugiere que podrían estar empezando a producirse efectos indirectos. En cualquier caso, el riesgo de que los aumentos de los precios de la energía se incorporen a los procesos de formación de costes y precios y generen efectos de segunda vuelta se ha incrementado notablemente en los últimos meses. En concreto, la existencia de cláusulas de salvaguarda en la negociación colectiva —un rasgo prácticamente inexistente en otros países de la UEM— aumenta la probabilidad de que tales incrementos —sean permanentes o no— se trasladen a los salarios el año que viene, dificultando el ajuste de la economía ante estas perturbaciones.

En la parte transcurrida del año, la economía española ha entrado en una senda de ajuste más intenso y rápido de lo que cabía esperar hace unos trimestres. En un entorno exterior que seguirá debilitándose, las perspectivas apuntan a una continuación de este proceso, dependiendo del alcance del ajuste del empleo. Desde el punto de vista financiero, la desaceleración de la financiación a hogares y sociedades tiende a encauzar la dinámica del endeudamiento del sector privado hacia pautas más sostenibles. No obstante, el nivel de deuda alcanzado por algunos segmentos de hogares y empresas, junto con el incremento del coste de financiación y el debilitamiento de la actividad, debe de estar aumentando el porcentaje de aquellos que se encuentran bajo mayor presión financiera, tal y como refleja el ascenso en las ratios de morosidad en los últimos meses. Asimismo, en un contexto en el que la economía española sigue teniendo una elevada dependencia del ahorro exterior, la prolongación del episodio de inestabilidad financiera supone un factor adicional de riesgo.

En estas circunstancias, la política económica debe orientarse a facilitar el ajuste y a ampliar el potencial de crecimiento de la economía. Para ello, reviste gran importancia la contención de las presiones inflacionistas, promoviéndose la necesaria adaptación de todos los agentes a los inevitables efectos del encarecimiento del petróleo. Es necesario también aumentar los esfuerzos para mantener la estabilidad presupuestaria, en línea con los requerimientos asumidos, en un contexto en el que el rápido deterioro del saldo presupuestario que produce el debilitamiento de los ingresos exige una mayor austeridad en la gestión de la política fiscal. Por último, el grado de flexibilidad de la economía va resultar trascendental a la hora de modular el alcance y la profundidad del proceso de ajuste, por lo que cobran gran relevancia las medidas de carácter estructural, en particular las referentes al mercado de trabajo, que pueden ayudar a limitar las pérdidas de puestos de trabajo.

2 Entorno exterior del área del euro

En el último trimestre, la evolución en el entorno exterior del área del euro se caracterizó por la transición de una situación de relativa tranquilidad —tras las actuaciones en apoyo del sistema financiero por parte las autoridades de Estados Unidos a mediados de marzo— a un escenario en el que surgió con fuerza la preocupación por la inflación al hilo de la intensa escalada en los precios de las materias primas, y posteriormente se reactivaron las dudas sobre la evolución financiera y de la actividad.

Así, tras una cierta mejoría en mayo en los mercados de crédito y en las bolsas, en junio se produjo un cambio cualitativo en los mercados financieros internacionales, al reproducirse la inestabilidad que había caracterizado el primer trimestre del año. Esta nueva intensificación de las turbulencias se produjo en el contexto de un aumento de la preocupación por los riesgos inflacionistas a nivel global y por el resurgimiento de problemas en algunas entidades financieras —la revisión a la baja de la calificación crediticia de algunas de las principales aseguradoras de bonos y la publicación de nuevas pérdidas por parte de algunos bancos de inversión de Estados Unidos—. Este renovado protagonismo de los problemas en el sector financiero en Estados Unidos tuvo como último exponente, a mediados de julio, el apoyo financiero por parte de las autoridades de ese país a Fannie Mae y a Freddie Mac, empresas de titulización hipotecaria respaldadas por el gobierno que atraviesan importantes dificultades financieras. A raíz de esta evolución, a lo largo del trimestre se observó un endurecimiento en el discurso de las autoridades monetarias, un incremento de medio punto aproximadamente de los tipos de interés a diez años hasta mediados de junio en las principales economías —que posteriormente se revirtió parcialmente— y una corrección significativa en las bolsas.

Por su parte, las economías emergentes experimentaron un deterioro del sentimiento de mercado más acusado que en episodios anteriores; entre otras razones, porque se percibe que los riesgos inflacionistas son mayores en este grupo de países. De este modo, esta vez los mercados emergentes se comportaron de manera similar al resto de mercados internacionales: las bolsas registraron pérdidas —en algunos países, por encima de las acaecidas en las economías desarrolladas— y los diferenciales soberanos de todas las regiones se ampliaron. El precio del petróleo prosiguió su tendencia alcista en un entorno de elevada volatilidad, llegando a cotizar, en las primeras semanas de julio, alrededor de los 145 dólares por barril, si bien, en las últimas semanas, ha registrado una notable corrección. El dólar se depreció frente al euro entre inicios de mayo y mediados de julio, hasta casi recuperar el máximo histórico de 1,6 dólares por euro alcanzado a finales de abril. No obstante, no es evidente que haya una relación de causalidad entre la evolución de ambas variables (véase recuadro 1). Por lo que respecta al resto de materias primas, los precios de los alimentos continuaron incrementándose a un ritmo similar al del primer trimestre del año, mientras que los de los metales industriales se redujeron por el incremento de los inventarios de algunos minerales.

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del primer trimestre de 2008 confirmó el crecimiento trimestral anualizado del 1%. Aunque el impacto del impulso fiscal hizo que el consumo mostrara cierta mejora hacia el final del trimestre, lo que apunta a un repunte del crecimiento en el segundo trimestre, los restantes indicadores de este período sugieren un debilitamiento subyacente de la actividad. Los índices de confianza del consumidor registraron caídas acusadas, los indicadores del mercado de la vivienda continuaron el profundo ajuste en el sector residencial (las viviendas iniciadas, los permisos de construcción y las ventas de viviendas cayeron en términos interanuales en el segundo trimestre) y la confianza de los

La duplicación del precio del petróleo desde el inicio de las turbulencias financieras (julio de 2007) lo ha situado en su valor máximo histórico en términos nominales y reales, al superar ampliamente los niveles alcanzados a inicios de la década de los ochenta. Este aumento sostenido del precio del crudo, que supone una intensificación de la tendencia al alza observada desde el año 2003, se ha producido incluso en un momento en el que la economía mundial —especialmente, las economías industrializadas— atraviesa una fase de fuerte desaceleración, inducida, precisamente, por las turbulencias financieras. Esta aparente disociación entre la marcha de la economía mundial y la evolución del precio del crudo ha suscitado la búsqueda de posibles factores distintos a los determinantes fundamentales de oferta y demanda para poder explicar la evolución del precio del petróleo.

Una de las hipótesis que se han avanzado es que la debilidad del dólar podría explicar, al menos en gran parte, el incremento reciente del precio del petróleo, que se cotiza en esa moneda en los mercados internacionales. En efecto, desde 2002, y especialmente a partir de inicios de 2007, se ha observado una sostenida depreciación del dólar, coincidente con el incremento del precio del petróleo (véase gráfico 1). La correlación entre los incrementos de ambas variables se sitúa en el nivel máximo de los últimos 10 años (véase gráfico 2), si bien no es demasiado diferente a la observada el año previo al inicio de las turbulencias en los mercados financieros.

El primer canal a través del cual la debilidad del dólar podría reflejarse en un incremento del precio del petróleo es el llamado «efecto numerario»: si el precio efectivo del petróleo se determina en equilibrio por factores fundamentales y se produce una reducción del valor de la divisa norteamericana, entonces el precio del petróleo en dólares debería aumentar en la misma proporción en la que se deprecia el dólar. Sin embargo, el efecto numerario explicaría solamente parte del incremento del precio del petróleo, pues no es coherente con que este haya aumentado también en otras monedas, como, por ejemplo, en euros (gráfico 1).

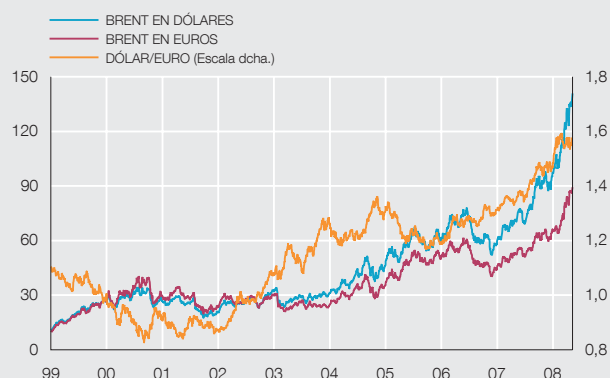
Para justificar el incremento del precio en otras divisas, dos hipótesis alternativas apuntan a efectos adicionales al numerario. En primer lugar, una depreciación del dólar podría disminuir el atractivo de los activos financieros denominados en esa moneda y canalizar flujos de inversión financiera hacia el mercado de petróleo, lo que elevaría su precio. Hay que señalar, sin embargo, que el papel de los flujos financieros en el incremento reciente del precio del petróleo es discutible, ante la falta de evidencia de un aumento de las existencias de crudo.

La segunda hipótesis complementaria al efecto numerario propone que la depreciación del dólar podría generar una relajación en las políticas monetarias de países con tipos de cambio fijos frente a esta moneda, lo que estimularía su demanda agregada y, a su vez, la demanda global de petróleo. Planteada de este modo, esta hipótesis no señalaría una relación de causalidad entre el tipo de cambio del dólar y el precio del petróleo, sino entre los regímenes de fijación cambiaria al dólar y el precio del crudo, pues lo que generaría la expansión de la demanda agregada (y la de petróleo) en esos países es el impulso monetario en Estados Unidos.

En este sentido, parece más probable que el incremento reciente en la correlación entre la depreciación del dólar y el alza en el precio del petróleo esté determinada por un factor común: la evolución de la política monetaria en Estados Unidos. Respecto al dólar, una política monetaria laxa en Estados Unidos tiende a depreciar el tipo de cambio del dólar frente al resto de monedas. Por otra parte, como ya se ha señalado anteriormente, una política monetaria laxa en Estados Unidos se reflejará en un impulso de demanda agregada (y de petróleo) en las economías que mantienen una escasa flexibilidad de su tipo de cambio frente al dólar¹. Resulta interesante comprobar que precisamente las regiones con una mayor proporción de países con

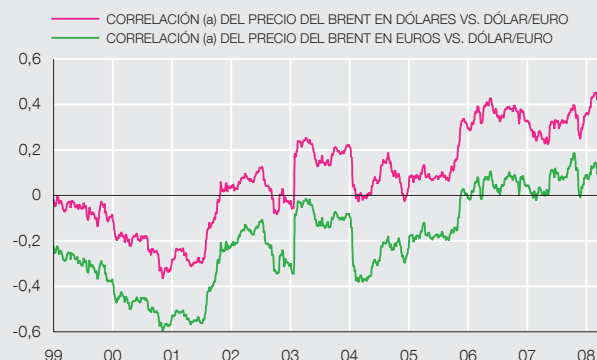
1. Véase también Jeffrey Frankel, *The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices*, NBER Working Paper 12713, 2006. En este trabajo se apuntan razones alternativas por las que una reducción de los tipos de interés puede impulsar el precio de las materias primas. En el análisis empírico se encuentra una relación negativa y significativa entre el precio en términos reales de las

1 PRECIO DEL PETRÓLEO Y TIPO DE CAMBIO DÓLAR/EURO



FUENTE: Datastream.

2 CORRELACIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO CON EL TIPO DE CAMBIO DÓLAR/EURO



a. Correlaciones anuales de tasas de crecimiento semanales. Ventana móvil de un año.

tipos de cambio estables frente al dólar (Asia emergente y Oriente Medio) son las que más han impulsado el incremento de la demanda mundial de petróleo en los últimos años.

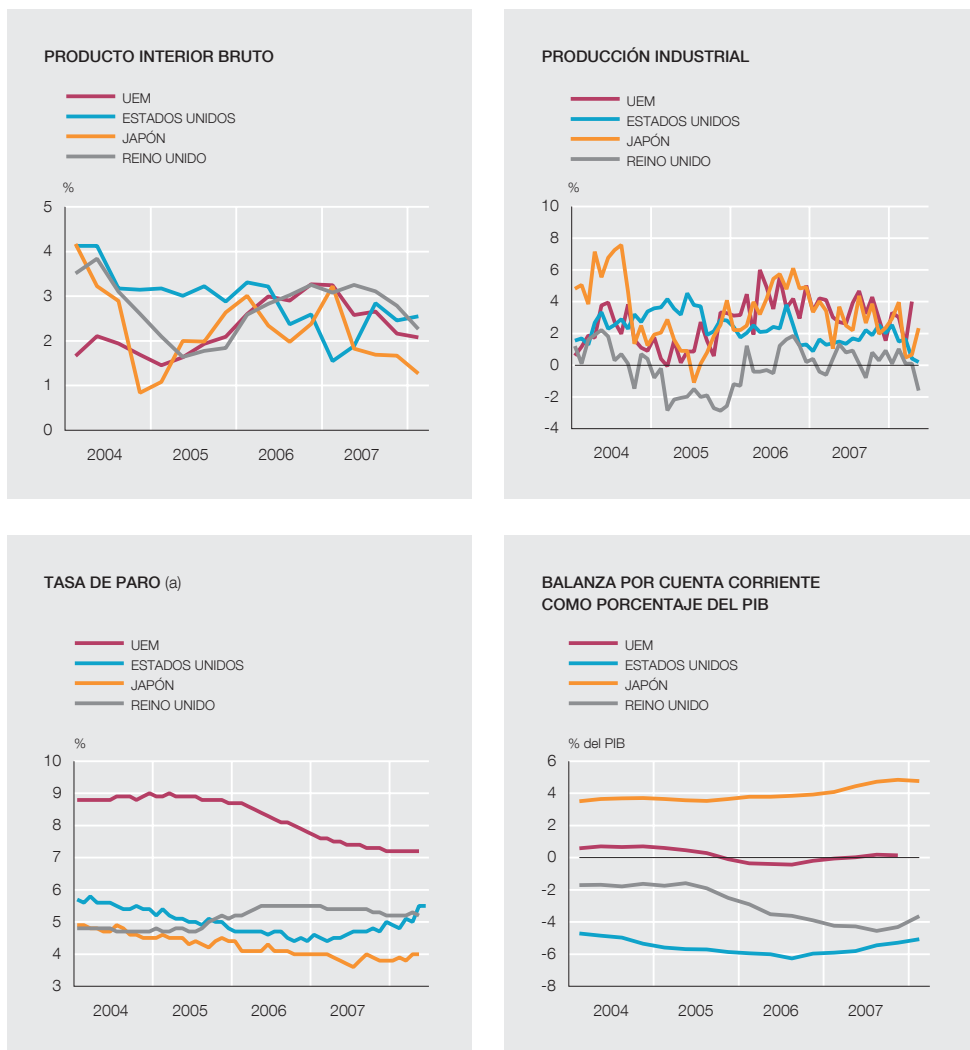
materias primas y los tipos de interés reales para el período comprendido entre 1950 y 2005.

De este modo, la correlación observada entre el tipo de cambio del dólar y el precio del petróleo no debería entenderse como una relación de causalidad, sino, en todo caso, como el reflejo de cambios en una tercera variable —la relajación de la política monetaria en Estados Unidos— con cierta influencia sobre la evolución de ambas.

constructores en julio descendió hasta un nuevo mínimo histórico. Asimismo, aunque el índice ISM de manufacturas superó el umbral de expansión durante el segundo trimestre, la producción industrial descendió y el ISM de servicios se situó en niveles asociados con una contracción de la actividad. El mercado laboral mostró un debilitamiento adicional con un repunte de la tasa de paro hasta el 5,3% y una destrucción neta de 191.000 empleos en el trimestre. Por su parte, la inflación medida por el IPC se incrementó nuevamente en el segundo trimestre, alcanzando el 5% interanual en junio —un punto porcentual por encima de la registrada en marzo— por el alza de los precios de energía y alimentos, al tiempo que la tasa subyacente registró un 2,4% interanual en junio, el mismo registro que en marzo. En este contexto, la Reserva Federal mantiene inalterado el tipo de interés oficial en el 2% desde el mes de mayo.

En Japón, el PIB del primer trimestre de 2008 creció un 4% en tasa trimestral anualizada, por encima del 2,9% del trimestre precedente. Sin embargo, los indicadores más recientes apuntan hacia una ralentización notable de la actividad en el corto plazo. La producción industrial redujo su ritmo de crecimiento interanual en el conjunto de abril y mayo, y los índices de confianza empresarial de la encuesta Tankan tuvieron una evolución negativa, fruto del deterioro de la relación real de intercambio. El sector de la construcción presentó señales mixtas, y la actual atonía de la demanda parece estar actuando de freno a su recuperación. Los indicadores de consumo privado disponibles para el segundo trimestre tuvieron una evolución desfavorable, con caídas en el gasto de las familias y en la confianza de los consumidores, fruto de la pérdida del poder adquisitivo y de la debilidad del mercado laboral. La tasa de paro aumentó ligeramente en abril, y se mantuvo en mayo en el 4%, al tiempo que continuó la desaceleración de los salarios nominales. En el ámbito externo, los datos de la balanza comercial del segundo trimestre mostraron un fuerte recorte del superávit respecto a los registros del año anterior. La inflación continuó en aumento, alcanzando en junio el 2% interanual como consecuencia del alza de los precios de la energía y de los alimentos frescos. Por otro lado, excluyendo esos dos componentes, el índice de precios creció un 0,1% interanual. El Banco de Japón, a lo largo del trimestre, mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5%.

En el Reino Unido, el PIB creció un 1,1% trimestral anualizado en el primer trimestre (2,3% interanual), 1,1 puntos porcentuales menos que en el trimestre previo. No obstante, los indicadores del segundo trimestre denotan un deterioro de la actividad —reflejado en una primera estimación del crecimiento del PIB para el segundo trimestre tres décimas por debajo del crecimiento en el primero (trimestral anualizado)— en un contexto de empeoramiento de la inflación. Por el lado de la oferta, los índices de directivos de compras (PMI) de los sectores de manufacturas y servicios cayeron a niveles asociados con una contracción de la actividad, a la vez que persistió el endurecimiento de las condiciones de crédito para hogares y empresas. Los precios de la vivienda registraron caídas interanuales por primera vez desde 1996 (3,9% en el segundo trimestre), mientras que la inflación se situó en el 3,8% interanual en ju-

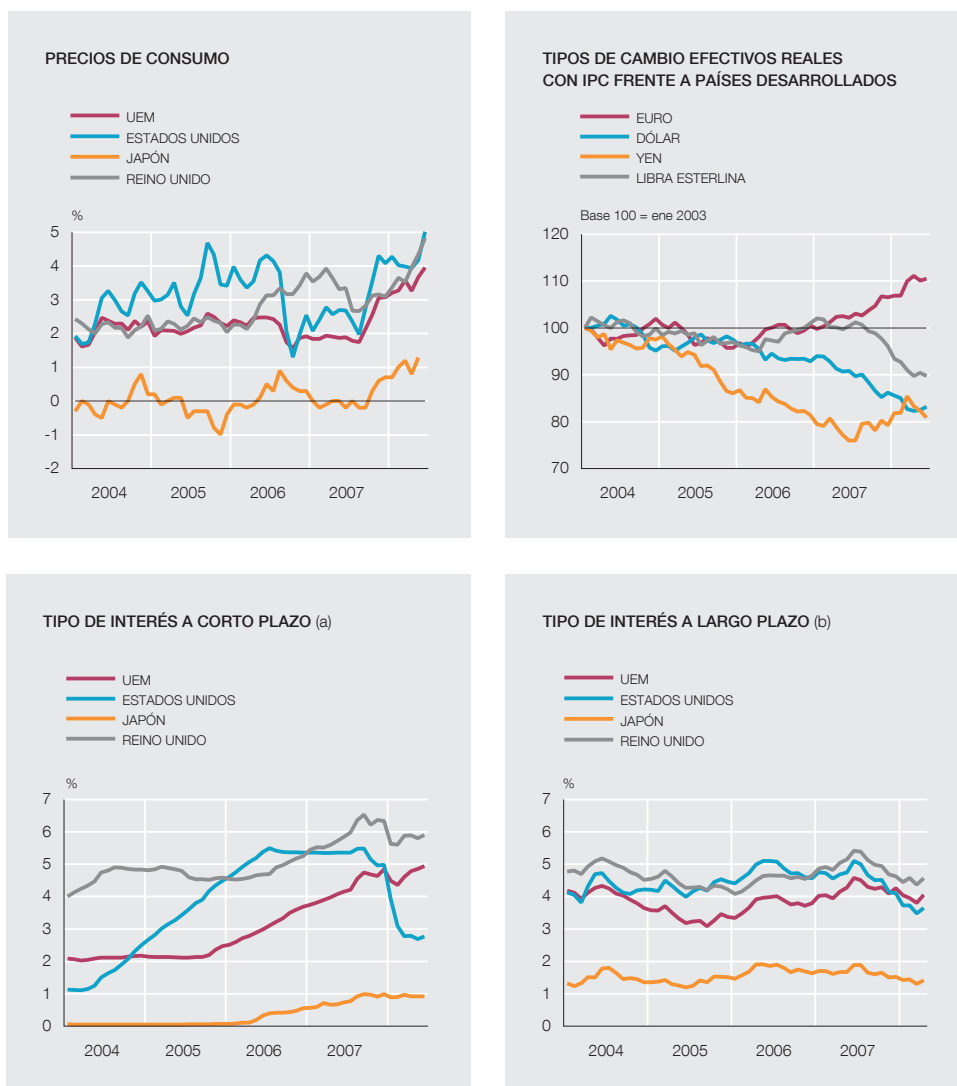


FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

nio, 1,3 pp más que en marzo. A pesar de que el Banco de Inglaterra prevé que la inflación alcance valores en el entorno del 4% a final de año (2 pp por encima de su objetivo), decidió mantener el tipo de interés oficial en el 5% a lo largo del trimestre. Cabe recordar, dentro de las medidas financieras, la creación por parte del Banco de Inglaterra a finales de abril de la *Special Liquidity Scheme*, un programa de intercambio de activos en poder de los bancos por bonos del Tesoro, con el objetivo de paliar los problemas de liquidez en los mercados financieros.

En el primer trimestre del año, el PIB de los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM se desaceleró seis décimas, hasta el 5,8% interanual. Destacó una fuerte expansión —mayor que la esperada— en Bulgaria y Rumanía, mientras que la actividad sufrió un fuerte ajuste en los países bálticos, debido a la ralentización de la demanda interna, en un contexto de desaceleración del crédito. Los indicadores de producción industrial y de ventas al por menor del segundo trimestre ofrecieron señales de cierta debilidad en la demanda de consumo y de un menor dinamismo en la actividad. La inflación repuntó a lo largo del trimestre y en junio alcanzó el 6,9% para el conjunto de la región, con tasas superio-

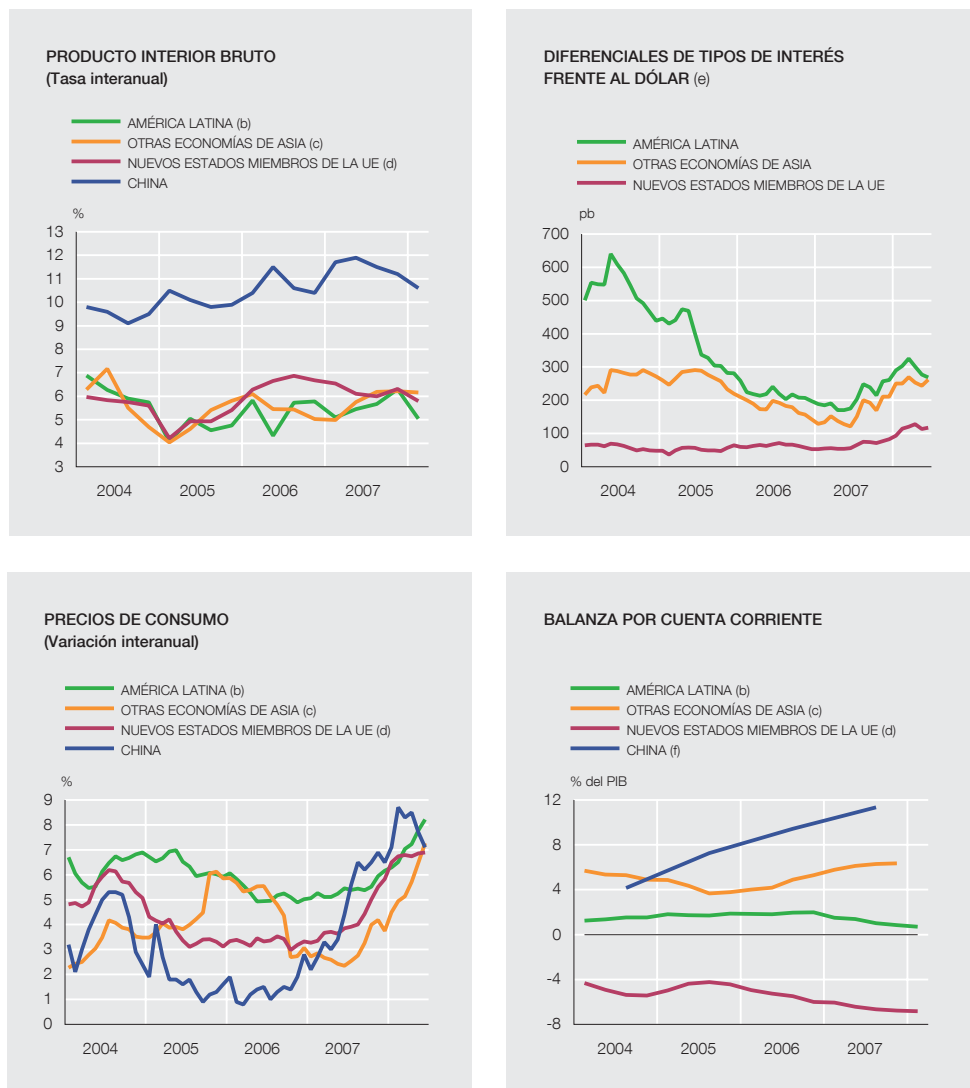


FUENTE: Banco de España.

- a. Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.
b. Rendimientos de la deuda pública a diez años.

res al 11% en los países bálticos y en Bulgaria. Las mayores presiones inflacionistas impulsaron el endurecimiento del tono de la política monetaria en Polonia, Hungría y Rumanía. En el ámbito institucional, el 8 de julio el ECOFIN aprobó formalmente la adopción del euro por parte de Eslovaquia, el 1 de enero de 2009, con un tipo de conversión igual a su paridad central actual frente al euro.

En China, el PIB creció un 10,1% en el segundo trimestre de 2008, tras el 10,6% del primer trimestre. Los indicadores de frecuencia mensual continuaron dando signos de resistencia, especialmente por lo que respecta a las ventas al por menor, si bien la producción industrial mantuvo cierta moderación con respecto a su evolución en 2007. En el ámbito externo, el superávit comercial se redujo en el segundo trimestre un 11,8% con respecto al año anterior, a pesar de lo cual las reservas internacionales continuaron creciendo fuertemente —desde los 127 mm de dólares en el segundo trimestre hasta los 1,81 billones en junio—. La inflación se moderó a lo largo del trimestre —si bien mantuvo niveles elevados respecto a 2007—, al alcanzar el 7,1% interanual en junio, 1,2 pp menos que en marzo. En este contexto, las autoridades elevaron el coeficiente de reservas bancarias en dos ocasiones a lo largo del trimestre,



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del Banco Mundial.
- b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- d. Polonia, Hungría, República Checa, Eslovaquia, Estonia, Letonia, Lituania, Chipre, Malta, Bulgaria y Rumanía.
- e. Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y a Polonia. El agregado de Asia no incluye China.
- f. Datos anuales.

del 16% al 17,5%. En el resto de Asia, la mayor parte de las economías registró en el primer trimestre de 2008 un crecimiento similar o superior al del trimestre anterior, si bien los datos disponibles apuntan a una reducción del crecimiento interanual de la producción industrial en el segundo trimestre. La inflación aumentó en todos los países de la región; en algunos de ellos, como India o Malasia, de modo notable, en un contexto de reajustes al alza de los precios energéticos. En este contexto, varios países incrementaron sus tipos de interés oficiales a lo largo del trimestre, en especial India e Indonesia —un total de 75 pb cada uno—.

En el primer trimestre de 2008, el crecimiento del PIB en América Latina se desaceleró hasta el 5% interanual, desde el 6,3% del trimestre precedente, por la evolución de la demanda interna. La desaceleración fue particularmente acusada en México, Chile, Venezuela y Colom-

bia, mientras que el crecimiento se mantuvo relativamente robusto en Argentina, Brasil y Perú. Parte de la desaceleración puede atribuirse a efectos estacionales, si bien los indicadores de actividad apuntarían a una continuada moderación del crecimiento en el segundo trimestre. El incremento en el precio de los alimentos y las presiones de demanda interna impulsaron de manera generalizada la inflación a lo largo del trimestre, hasta situarse en el 8,2% en junio. De este modo, con la única excepción de Brasil, esta se sitúa por encima de los objetivos explícitos de inflación en aquellos países donde los bancos centrales han implementado ese tipo de régimen monetario. En este contexto, todos los bancos centrales continuaron endureciendo sus políticas monetarias. A lo largo del trimestre se registraron movimientos depreciatorios del tipo de cambio en Chile, Perú y Colombia, que suponen un notable contrapunto a las tendencias apreciadoras previas. Por último, cabe destacar que diversas agencias mejoraron la calificación crediticia de la deuda soberana en Uruguay, Colombia, Brasil y Perú —en estos dos últimos, hasta el grado de inversión—.

3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

Los datos más recientes sobre la evolución económica del área del euro sugieren una notable reducción del ritmo de avance del PIB en el segundo trimestre de 2008. La desaceleración de la actividad vendría, en parte, a compensar algunos factores que impulsaron anormalmente el crecimiento en el primer trimestre, pero, más allá de la volatilidad de las cifras trimestrales, refleja la acción combinada de los elementos desfavorables que se han ido acumulando en el último año. Entre ellos, destacan el aumento del precio del petróleo y de las materias primas alimenticias, la progresiva pérdida de dinamismo del crecimiento mundial, la apreciación del tipo de cambio del euro, el deterioro de la confianza de consumidores y empresas, y unas condiciones financieras que han ido haciéndose más restrictivas como resultado de la prolongación del período de inestabilidad financiera que comenzó en agosto del año pasado y que ha introducido una gran incertidumbre sobre las perspectivas económicas globales. A medio plazo, es previsible que el ritmo de expansión del PIB de la UEM continúe desacelerándose, hasta terminar el año en tasas claramente inferiores al potencial, con el consiguiente efecto de arrastre negativo sobre el crecimiento de 2009. Este escenario central es el que está reflejando la mayor parte de previsiones recientes.

La inflación de la UEM ha prolongado la tendencia alcista que comenzó en otoño de 2007, como consecuencia de la creciente contribución del componente energético, dada la escalada del precio del petróleo, mientras que el componente alimenticio mantiene una elevada aportación. El agregado de precios que excluye ambos grupos de bienes evoluciona de manera bastante estable, como resultado de las fuerzas contrapuestas que ejercen, por un lado, los efectos indirectos del aumento del precio del petróleo sobre otras partidas —principalmente, algunos servicios— y, por otro, el deterioro de las perspectivas de crecimiento. Los costes laborales se aceleraron en el primer trimestre del año, si bien su repercusión sobre la formación de precios de la economía está siendo parcialmente contrarrestada por la evolución estable de los márgenes. En este contexto, es previsible que la inflación vaya cediendo a medida que el precio del petróleo modere su tasa de crecimiento, tal como recogen los mercados de futuros, aunque se mantendrá todavía durante muchos meses por encima del 2%. Los riesgos sobre este escenario son, sin embargo, al alza, tanto por una eventual subida del petróleo por encima —nuevamente— de las previsiones existentes como por la posibilidad de que los mecanismos de fijación de precios y salarios den lugar a la aparición generalizada de efectos de segunda ronda si las expectativas de inflación se deterioraran adicionalmente.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión de principios de julio, subir 25 pb el tipo de intervención, con el fin de prevenir la emergencia de efectos generalizados de segunda ronda y contrarrestar los riesgos crecientes al alza para la estabilidad de precios en el medio plazo. En el ámbito fiscal, de acuerdo con las previsiones de primavera de la Comisión Europea, en 2008 se interrumpirá el proceso de continua mejora de las cuentas públicas observado en los últimos cuatro años en el área del euro, dado que la desaceleración económica y la puesta en marcha de diversas medidas discrecionales (que supondrán una reducción de los ingresos) originarán un aumento estimado del déficit fiscal de la UEM de cuatro décimas, hasta el 1%. Además, la elevada incertidumbre que rodea a las perspectivas económicas puede conllevar dificultades en el caso de aquellos países que cuentan con un reducido margen de maniobra para que su déficit presupuestario no supere el límite del 3% del PIB.

	2006	2007				2008		
	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR (a)	III TR (b)
PIB								
Crecimiento interanual	3,3	3,2	2,6	2,7	2,2	2,1		
Crecimiento intertrimestral	0,8	0,8	0,3	0,6	0,4	0,7		
IPI (c)	4,1	3,9	2,8	4,0	2,9	2,5	1,7	
Sentimiento económico	109,3	109,4	111,0	108,7	104,3	100,5	96,5	
Confianza industrial	5,7	5,3	6,3	4,3	2,3	0,3	-3,0	
PMI manufacturas	56,7	55,5	55,3	54,2	52,3	52,4	50,2	
Confianza servicios	19,7	20,7	22,0	20,0	15,0	10,7	8,0	
PMI servicios	57,1	57,6	57,5	56,9	54,4	51,5	50,6	
Tasa de paro	7,9	7,6	7,5	7,4	7,3	7,2	7,2	
Confianza consumidores	-7,0	-5,7	-2,7	-4,0	-7,7	-12,0	-14,7	
IAPC (crecimiento interanual) (d)	1,9	1,9	1,9	2,1	3,1	3,6	4,0	
IPRI (crecimiento interanual) (d)	4,1	2,8	2,3	2,7	4,4	5,8	7,1	
Precio del petróleo en dólares (d)	62,8	62,3	71,8	78,2	91,2	104,3	132,0	137,1
Préstamos al sector privado (crecimiento interanual) (d)	10,8	10,5	10,8	11,0	11,2	10,8	10,4	
Rendimiento bonos a diez años UEM	3,9	4,1	4,4	4,5	4,3	4,1	4,5	4,7
Diferencial bonos a diez años EEUU – UEM	0,82	0,67	0,47	0,32	-0,03	-0,46	-0,60	-0,79
Tipo de cambio dólar/euro (d)	1,317	1,332	1,351	1,418	1,472	1,581	1,576	1,586
Apreciación/depreciación del TCEN-22 (d)	4,5	0,9	1,5	3,7	6,3	3,6	3,4	3,4
Índice Dow Jones EURO STOXX 50 (d)	15,1	1,5	9,0	6,4	6,8	-17,5	-23,8	-24,2

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Datos medios del trimestre. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.

b. Información disponible hasta el día 21 de julio de 2008.

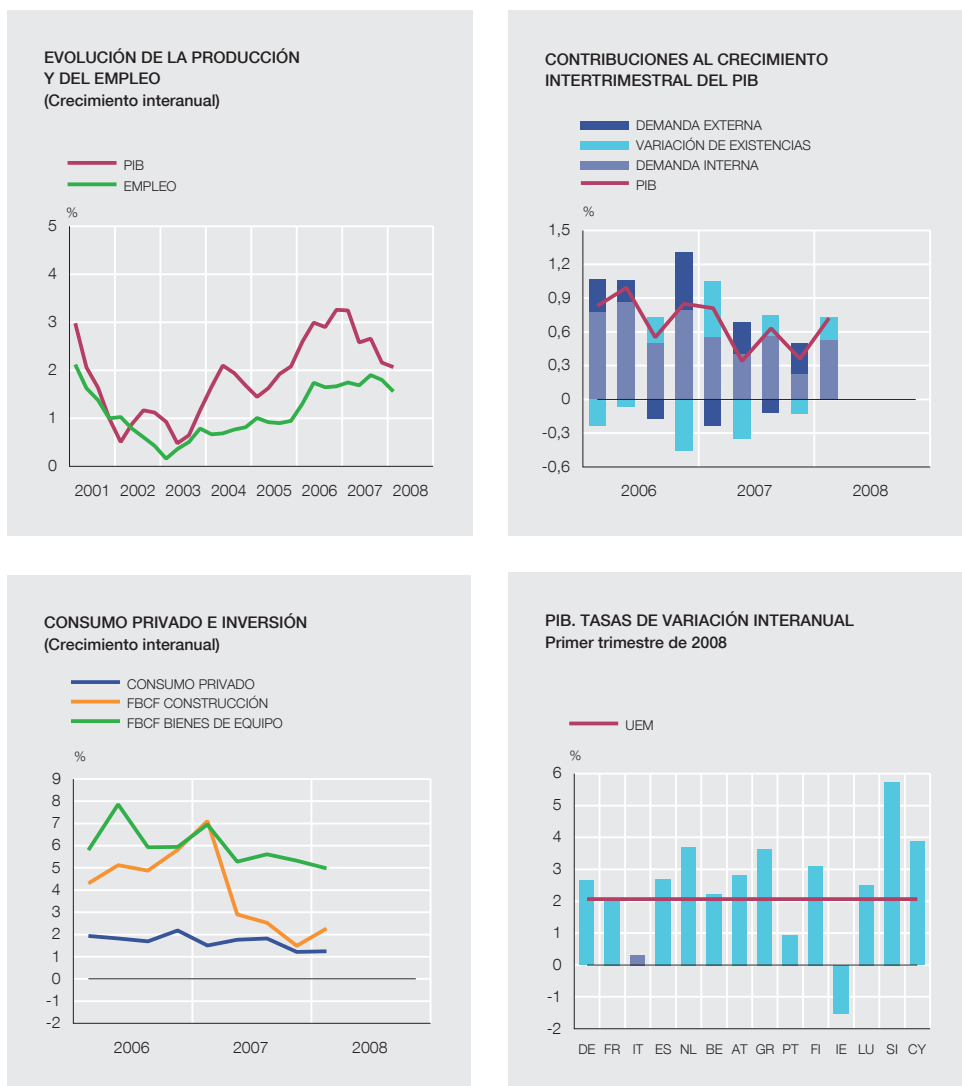
c. Crecimiento interanual de la serie ajustada de días laborables.

d. Datos de fin de período. Para las variaciones del tipo de cambio y la bolsa son variaciones porcentuales acumuladas en el año.

3.1 Evolución económica

De acuerdo con la segunda estimación de la Contabilidad Nacional, en el primer trimestre del año el PIB del área del euro se mostró más dinámico de lo esperado, al registrar un crecimiento del 0,7%, tres décimas superior al del trimestre precedente (véase gráfico 8). Esta aceleración obedeció, por un lado, a la favorable evolución de la demanda interna (excluidas existencias), cuya aportación al crecimiento del producto se incrementó tres décimas, hasta los 0,5 pp, y por otro, a la acumulación de existencias, que contribuyeron con 0,2 pp a la expansión del PIB (tras haber restado una décima en el trimestre anterior). No obstante, la aceleración de la demanda interna vino dada, en gran medida, por la influencia de factores de carácter extraordinario, como fueron las buenas condiciones climatológicas, que impulsaron la inversión en construcción, y algunas medidas fiscales, que favorecieron que la inversión en equipo también mantuviera un ritmo de crecimiento elevado (particularmente, en Alemania). El consumo privado, en cambio, siguió dando muestras de atonía, aunque se aceleró. Por su parte, el sector exterior redujo en tres décimas su contribución al crecimiento, ya que la recuperación de las importaciones fue más intensa que la de las exportaciones. En términos interanuales, el PIB del área del euro se incrementó a una tasa del 2,1% en el primer trimestre, una décima inferior a la del último trimestre de 2007. El desglose del valor añadido por ramas de actividad muestra, en los primeros meses de 2008, un aumento generalizado del crecimiento intertrimestral, aunque especialmente intenso en el caso de la construcción.

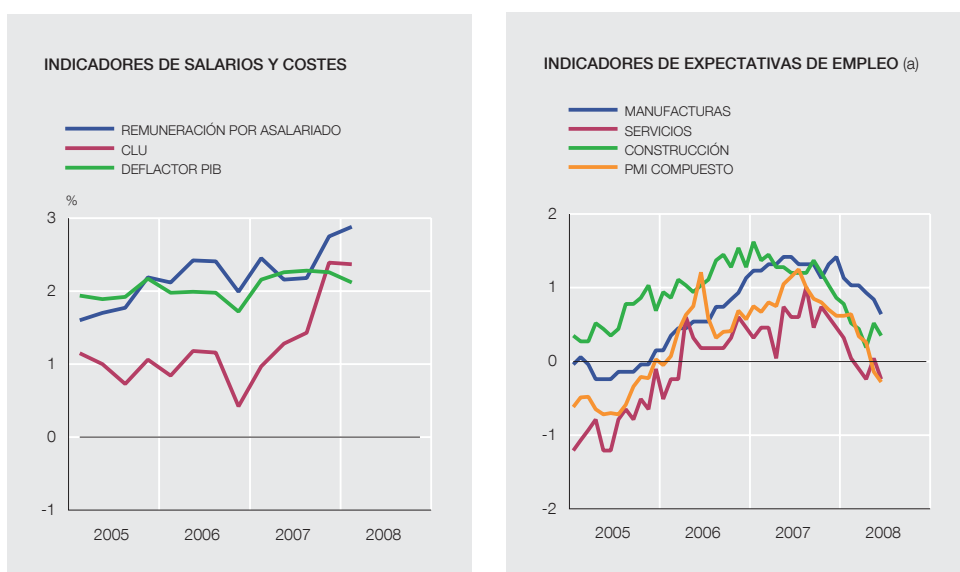
El mayor dinamismo de la actividad del área fue el resultado, en gran medida, de la fuerte aceleración de la economía alemana, que registró un crecimiento intertrimestral del 1,5%, 1,2 pp superior al del trimestre anterior. Sin embargo, se observaron importantes diferencias en lo que respecta a la evolución por países. En el caso de Alemania, la recuperación fue extensiva



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

a todos los componentes —aunque destacaron especialmente el buen comportamiento de la inversión y la importante aportación positiva de la variación de existencias—. También en Italia la recuperación fue significativa, ya que, tras caer un 0,4% en el último trimestre de 2007, el PIB se incrementó un 0,5%, impulsado, fundamentalmente, por la contribución positiva de la demanda exterior neta. Por otra parte, en Francia el ritmo de expansión del producto aumentó ligeramente (en una décima, hasta el 0,5%), gracias a que la acumulación de existencias —que en el trimestre previo habían detraído 0,6 pp al crecimiento— permitió compensar la desaceleración experimentada por los restantes componentes de la demanda interna y por las exportaciones netas. Por el contrario, en España y en Holanda la pérdida de vigor de la economía fue notable, al reducirse el crecimiento en 0,5 pp y 1,1 pp, respectivamente, hasta un 0,3% y un 0,4%.

En el primer trimestre de 2008, el empleo registró un crecimiento intertrimestral del 0,3%, el mismo que en la última parte de 2007. En términos interanuales, sin embargo, prolongó su perfil de desaceleración, al reducir en 0,3 pp su ritmo de avance, hasta el 1,5%. Esta evolución, unida al mantenimiento del dinamismo de la actividad del área en estos primeros meses del año, dio lugar a un ligero incremento de la tasa de expansión de la productividad del trabajo, hasta el 0,5%. La aceleración de la productividad contrarrestó, en parte, el aumento del



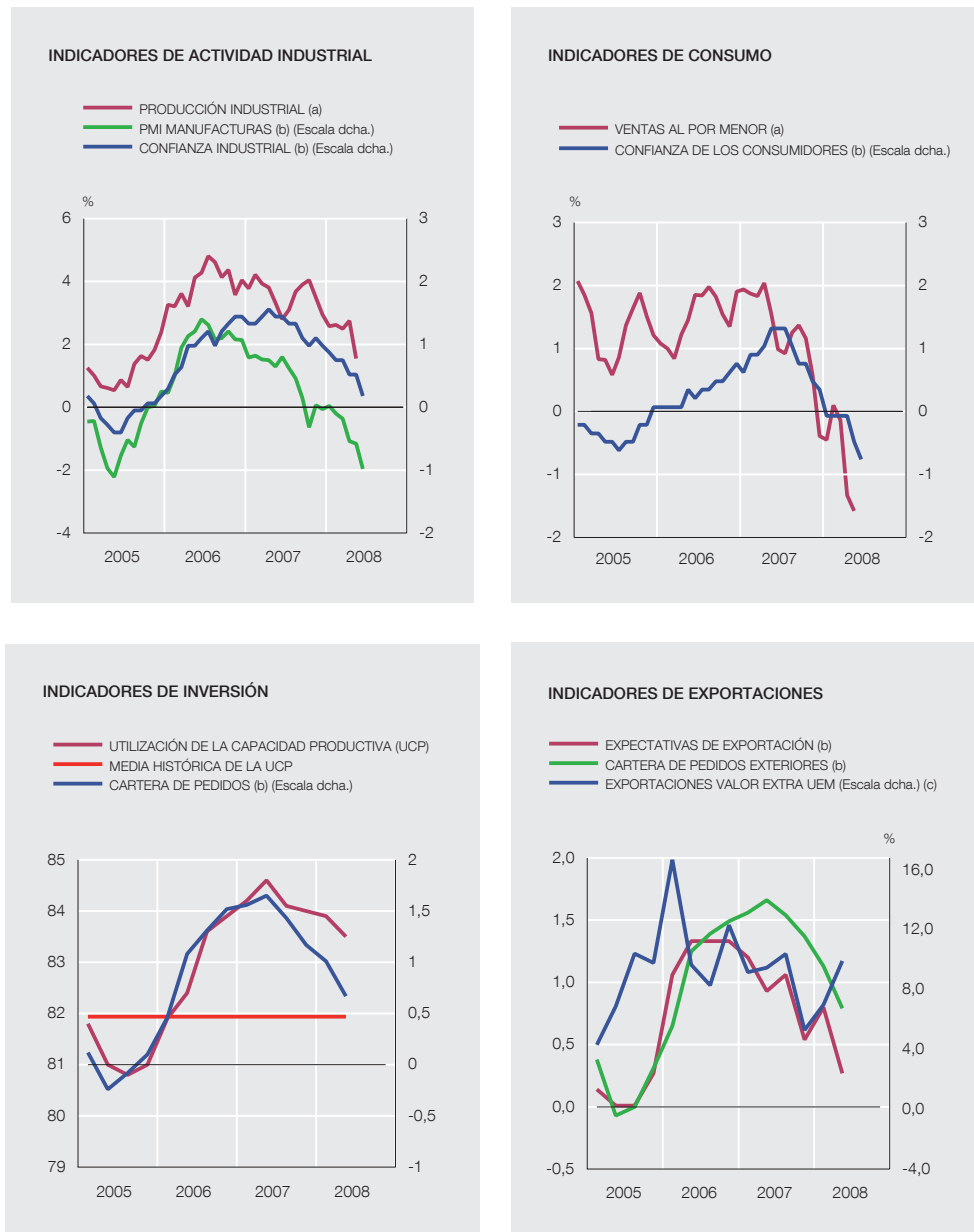
FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

a. Expectativas basadas en los indicadores de opinión de la Comisión Europea y encuesta PMI de Reuters. Series normalizadas.

ritmo de crecimiento de la remuneración por asalariado, hasta el 2,9% (frente al 2,7% del último trimestre de 2007), de manera que los costes laborales unitarios mantuvieron estable su tasa de avance en el 2,4% (véase gráfico 9). Además, el comportamiento de los márgenes permitió amortiguar el aumento de los costes laborales, al registrar, por segundo trimestre consecutivo, un crecimiento casi nulo.

Para el segundo trimestre del año, la información coyuntural disponible refleja una significativa ralentización del ritmo de expansión de la actividad del área, lo que, en parte, obedece al efecto compensador de algunos factores excepcionales que impulsaron la actividad del primer trimestre por encima de lo esperado, pero que también evidencia la pérdida de dinamismo de la economía (véase gráfico 10). Así, en la vertiente de la oferta, el índice de producción industrial registró una fuerte caída en mayo, que situó la media de abril-mayo por debajo de la del trimestre anterior y llevó la tasa de variación interanual hasta valores negativos (−0,6%), por primera vez en los últimos tres años. Asimismo, los indicadores cualitativos se deterioraron significativamente en el conjunto del trimestre. Según las encuestas de opinión de la Comisión Europea, la confianza disminuyó tanto en el sector manufacturero como en los servicios y en la construcción en el segundo trimestre del año. Una evolución similar mostraron los índices elaborados a partir de las encuestas a los directores de compras (PMI), que, además, en el mes de junio se situaron por debajo de los 50 puntos, lo que apuntaría a una contracción de la actividad en ambos sectores al final del trimestre. Por otro lado, los indicadores de expectativas de creación de empleo prolongaron su desaceleración, mientras que la tasa de paro permaneció estable, en el 7,2%.

Desde la óptica de la demanda, los indicadores disponibles también dibujan un escenario de clara desaceleración, especialmente los referidos al consumo, que pueden estar reflejando el impacto negativo de los fuertes aumentos de precios. En concreto, las ventas al por menor y las matriculaciones de automóviles, aunque mostraron cierta volatilidad, disminuyeron en el segundo trimestre (con datos hasta mayo en el caso de las ventas). Por otra parte, la confianza del sector



FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

- a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.
 b. Series normalizadas.
 c. Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

minorista y la de los consumidores retrocedieron en el conjunto del segundo trimestre, destacando, dentro de esta última, el fuerte deterioro que experimentó la disposición para la compra de bienes de consumo duradero, en un contexto de continuo endurecimiento de las condiciones de financiación y de elevada incertidumbre sobre las perspectivas económicas. Con respecto a la inversión, tanto la valoración de la cartera de pedidos como el grado de utilización de la capacidad productiva prolongaron su tendencia descendente. No obstante, este último todavía se sitúa en niveles superiores a su media de largo plazo, lo que podría explicar que, de acuerdo con la encuesta semestral sobre inversión industrial, elaborada por la Comisión Europea, las empresas mantengan el gasto en capital previsto para 2008 en niveles similares a los de los dos últimos años. Por último, en relación con la demanda exterior,

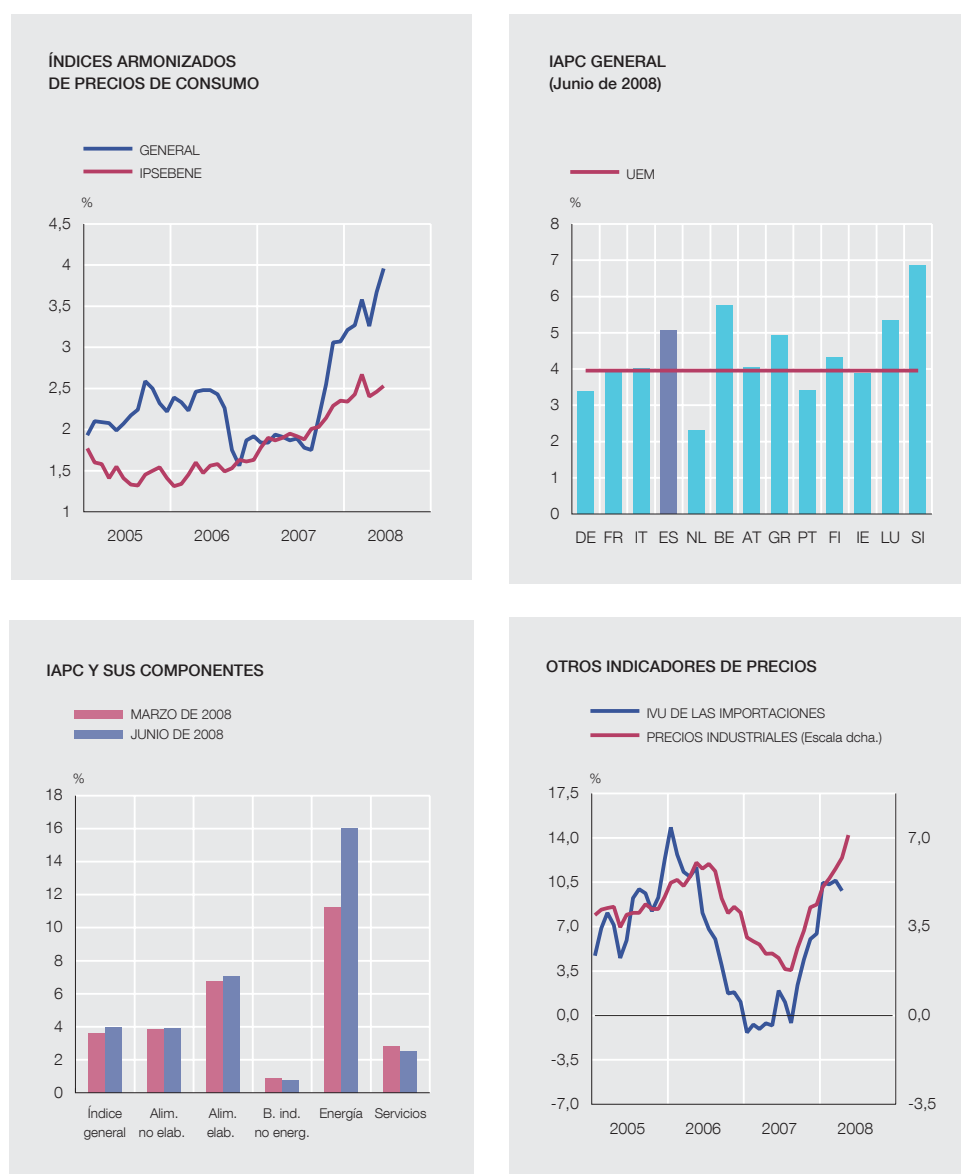
a pesar del buen comportamiento de las exportaciones nominales en abril, su posterior caída en mayo, así como la evolución desfavorable de las expectativas de exportación y de la valoración de la cartera de pedidos exteriores, anticipan una moderación de las ventas al resto del mundo en el segundo trimestre del año.

En definitiva, la información coyuntural disponible refleja el efecto conjunto sobre la evolución reciente de la actividad del área del euro y, especialmente, sobre sus perspectivas de diversas perturbaciones negativas, como son la escalada del precio del petróleo, la desaceleración de la economía mundial, el deterioro de la riqueza —financiera y no financiera— y el endurecimiento de las condiciones de financiación, así como el impacto sobre la confianza de los agentes de las perturbaciones inflacionistas y las tensiones financieras. Por tanto, es previsible que el PIB de la UEM continúe registrando un ritmo de avance moderado en la segunda mitad de 2008, si bien la incertidumbre es muy elevada y existen muchas dudas sobre la profundidad y duración de esta desaceleración. A medio plazo, además, este escenario está sujeto a riesgos a la baja, entre los que destaca un posible encarecimiento adicional de la energía, así como la posibilidad de que las turbulencias financieras tengan un impacto sobre la economía real mayor de lo actualmente previsto, sobre todo si sus efectos se extienden a las economías emergentes.

La inflación del área del euro ha seguido mostrando una tendencia creciente en los últimos meses, debido, fundamentalmente, a la evolución de los precios de la energía (véase gráfico 11). Así, el crecimiento interanual del IAPC de la UEM alcanzó en el mes de junio un 4%, una tasa que viene explicada por el componente energético en más de una tercera parte (con un crecimiento interanual del 16%), si bien la contribución del componente de alimentos elaborados también permanece en niveles muy elevados. Además, los alimentos no elaborados registraron una ligera aceleración de sus precios. Por otra parte, los precios de los servicios, tras el repunte que experimentaron en marzo —debido al impacto de la Semana Santa, que en el año anterior cayó en abril—, recuperaron el nivel promedio de 2007 (2,5%), mientras que el componente de bienes industriales no energéticos mantiene un crecimiento muy moderado. Como resultado, la inflación subyacente —medida por la tasa de variación interanual del IPSEBENE— se situó, en junio, en el 2,5%, dos décimas menos que en marzo.

Asimismo, los precios industriales (IPRI) han intensificado su perfil de aceleración en los últimos meses, hasta alcanzar en mayo un crecimiento interanual del 7,1%, casi 3 pp por encima de la tasa que se registraba a finales de 2007. Nuevamente, la escalada de los precios energéticos es la principal responsable de esta fuerte aceleración del IPRI, si bien el ritmo de avance de los precios de los bienes de capital también viene mostrando una tendencia alcista desde principios de año.

En el corto y medio plazo, y sobre la base de la evolución de los precios de los futuros de las materias primas, es previsible que la inflación se sitúe en niveles superiores al 2% durante un período de tiempo más prolongado que el anticipado hace unos meses, en línea con las previsiones más recientes y con los indicadores de expectativas de inflación de corto plazo. Solo a medida que el precio del petróleo modere su tasa de crecimiento, tal como recogen actualmente los mercados de futuros, la inflación puede comenzar a descender gradualmente. No obstante, los riesgos alcistas a estas perspectivas son elevados, tanto por la posibilidad de que se produzcan subidas adicionales de los precios del petróleo y los alimentos como por la eventualidad de que los mecanismos de fijación de precios y salarios propicien la aparición de efectos de segunda ronda si las expectativas de inflación se deterioraran adicionalmente. Estos riesgos tan solo se ven parcialmente mitigados por la menor presión de la demanda, en un contexto de desaceleración económica.



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

Según la información publicada por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló, entre enero y abril de 2008, un déficit de 25 mm de euros (un 0,8% del PIB), que contrasta con el superávit de 1,5 mm de euros registrado en idéntico período del año anterior. A excepción de la balanza de servicios, cuyo superávit se incrementó ligeramente, las restantes balanzas contribuyeron a este fuerte deterioro de la balanza de pagos del área en los primeros meses del año. En particular, el saldo positivo de la balanza de bienes se redujo significativamente —como consecuencia del deterioro de la relación real de intercambio— y la balanza de renta registró un déficit frente al superávit que mostraba un año antes. Por su parte, la balanza de transferencias corrientes aumentó su saldo negativo. Por otro lado, en relación con la cuenta financiera, entre enero y abril se produjo una fuerte salida neta de capitales en forma de inversiones directas, por un importe de 90,5 mm de euros, muy superior al observado en el mismo período del pasado año. Además, las entradas netas de capital en concepto de inversiones de cartera fueron de 69,1 mm de euros, menos de la mitad que un año antes. De esta forma, en estos cuatro primeros meses del año la balanza básica —que suma a la balan-

% del PIB						
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)					
	2006	2007 (b)	2007 (c)	2008 (b)	2008 (c)	2009 (c)
Bélgica	0,3	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,6
Alemania	-1,6	0,0	0,0	-0,5	-0,5	-0,2
Grecia	-2,6	-2,7	-2,8	-1,6	-2,0	-2,0
España	1,8	1,8	2,2	1,2	0,6	0,0
Francia	-2,4	-2,4	-2,7	-2,3	-2,9	-3,0
Irlanda	3,0	0,5	0,3	-0,9	-1,4	-1,7
Italia	-3,4	-2,4	-1,9	-2,2	-2,3	-2,4
Luxemburgo	1,3	1,0	2,9	0,8	2,4	2,3
Holanda	0,5	-0,2	0,4	0,5	1,4	1,8
Austria	-1,5	-0,7	-0,5	-0,6	-0,7	-0,6
Portugal	-3,9	-3,0	-2,6	-2,4	-2,2	-2,6
Eslovenia	-1,2	-0,6	-0,1	-0,9	-0,6	-0,6
Finlandia	4,1	4,5	5,3	3,7	4,9	4,6
Malta	-2,6	-1,6	-1,8	-1,2	-1,6	-1,0
Chipre	-1,2	1,5	3,3	0,5	1,7	1,8
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Malta y Chipre)						
Saldo primario	1,6	2,2	2,3	2,1	1,9	1,8
Saldo total	-1,3	-0,8	-0,6	-0,9	-1,0	-1,1
Deuda pública	68,5	66,6	66,4	64,8	65,2	64,3

FUENTES: Comisión Europea y programas de estabilidad nacionales.

- a. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.
b. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre finales de 2007 y principios de 2008. Al no haber sido presentado aún en el caso de Bélgica, se usan las previsiones del programa de estabilidad de finales de 2006.
c. Previsiones de la Comisión Europea de primavera de 2008.

za por cuenta corriente estos dos tipos de inversiones— mostró un saldo negativo de 46,4 mm de euros, lo que representa una brusca caída con respecto al superávit de 132,6 mm de euros que acumulaba en abril de 2007 (véase gráfico 14).

Según las previsiones de primavera de la Comisión Europea, el déficit presupuestario del conjunto del área del euro se redujo en 2007, por cuarto año consecutivo, hasta situarse en el 0,6% del PIB (véase cuadro 2). Por su parte, el déficit estructural —esto es, el saldo presupuestario neto de factores cíclicos y medidas temporales— disminuyó en cinco décimas en 2007, alcanzando el 0,7% del PIB. Sin embargo, parte de la mejora estructural se debe a los fuertes ingresos extraordinarios recaudados durante los últimos años —los cuales, pese a ser, en cierta medida, de carácter temporal, forman parte del saldo estructural—, que se prevé que disminuyan significativamente durante 2008. Estos ingresos no previstos han sido utilizados, en buena medida, por los gobiernos para financiar el gasto público, en vez de para mejorar su posición fiscal, lo que repercute en la existencia de un menor margen de maniobra para enfrentarse a la etapa de desaceleración actual.

Para el año 2008, la Comisión estima un deterioro del saldo presupuestario de la UEM de 0,4 pp, hasta situarse en el -1% del PIB. Este empeoramiento vendría motivado, principalmente, por el menor crecimiento de la economía del área, pero también por una reducción de las elasticidades impositivas desde los niveles excepcionalmente elevados que venían mostrando, así como por ciertas medidas discrecionales que supondrán una reducción de los in-

Desde mediados de 2007, los repuntes de los precios de las materias primas energéticas y agrícolas han provocado incrementos notables en la inflación. En particular, como se indica en el texto principal, el IAPC creció en junio el 4% interanual y el IPSEBENE —que excluye energía y alimentos no elaborados— registró un 2,5% de variación. El IAPC es el indicador de inflación más relevante en la zona del euro, dada su condición de variable objetivo de la política monetaria del Eurosistema. Mide la evolución de una cesta representativa de precios finales de consumo y se publica mensualmente. No obstante, una valoración global de la situación inflacionista requiere profundizar en el proceso de formación de precios y costes en el proceso productivo, cuya principal fuente de información procede de las cuentas nacionales, tiene periodicidad trimestral y se publica con bastante retraso con respecto al período de referencia. Por ello, los indicadores sobre la evolución de los precios procedentes de las encuestas de opinión publicados mensualmente aportan información útil para paliar, aunque solo parcialmente, esta carencia.

Dentro de las encuestas mensuales —principalmente, las armonizadas de la Comisión Europea y las que realiza Reuters a los gestores de compras¹, conocidas como PMI— hay varias preguntas sobre

distintas variables relevantes de precios. Algunos de estos indicadores cualitativos hacen referencia a precios de *inputs* y de ventas, y proporcionan información útil sobre la evolución coyuntural de los precios, costes y márgenes.

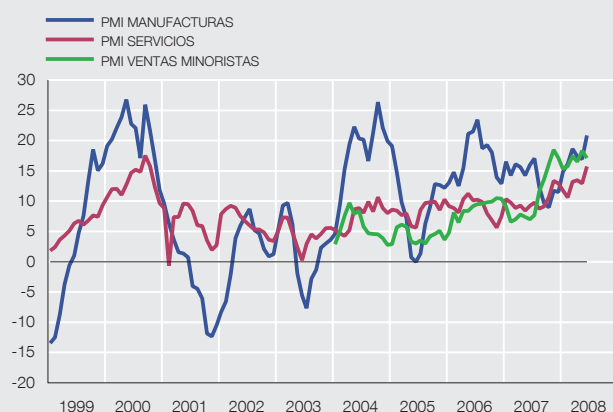
Los sondeos de Reuters preguntan sobre los precios de los *inputs* de los sectores de manufacturas, servicios y ventas minoristas². Existen diferencias apreciables entre la definición de estas adquisiciones entre los distintos sectores. Así, por ejemplo, en la encuesta de manufacturas no se incluyen los salarios, mientras que en la de servicios sí. Por su parte, la pregunta formulada a los minoristas se refiere exclusivamente a las compras de bienes destinados a la reventa. En los cuestionarios se pide a los empresarios que comparen el precio medio de sus adquisiciones con la situación hace un mes. Como se observa en el gráfico 1, los tres sectores considerados registraron un incremento de los precios de sus *inputs* desde mediados del año pasado, si bien, en el caso del comercio al por menor, el aumento es más significativo.

Las encuestas de Reuters también recolectan información sobre la evolución de los precios de venta en comparación con la situación en

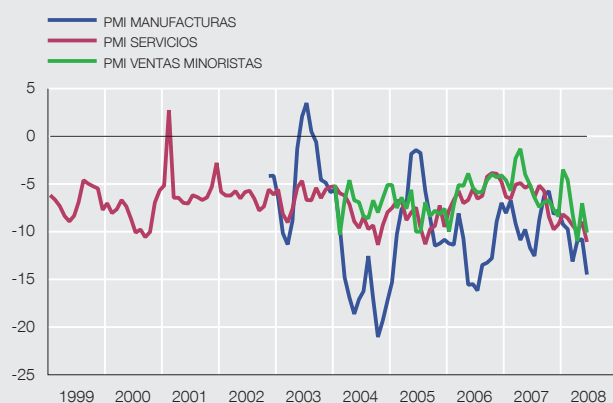
1. Véase European Commission (2003), «The Joint Harmonised EU Programme of Business and Consumer Surveys. User Guide», y la página web de NTC Economics (<http://www.ntceconomics.com/default.aspx>).

2. El PMI Servicios abarca los sectores de transporte y comunicación, intermediación financiera, servicios de empresa, servicios personales, informática y telecomunicaciones, y hoteles y restaurantes.

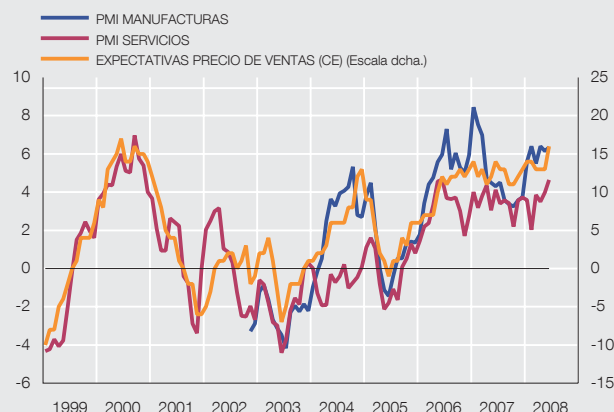
1 INDICADORES DE PRECIOS DE INPUTS



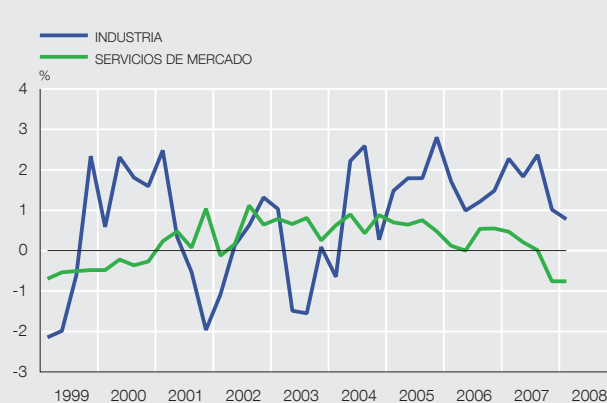
3 INDICADORES DE MÁRGENES



2 INDICADORES DE PRECIOS DE PRODUCCIÓN



4 INDICADORES TRIMESTRALES DE MÁRGENES



FUENTES: Comisión Europea, Reuters y Bloomberg.

a. Los indicadores PMI son índices de difusión minorados en 50 puntos.

el mes precedente en los sectores manufacturero y servicios. Adicionalmente, en la encuesta armonizada de la Comisión Europea a los empresarios industriales se recaba su opinión sobre la evolución esperada en los próximos tres meses de sus precios de venta (véase gráfico 2). Todos estos indicadores han reflejado aumentos en meses recientes. No obstante, las variables referidas a la industria y a las manufacturas han experimentado repuntes notables desde mediados del año pasado, en línea con la evolución del índice de precios industriales no energéticos, mientras que en los servicios lo han hecho en menor medida y con mayor retraso.

Las variables de precios de ventas y de *inputs* de las encuestas de Reuters para los sectores de manufacturas y servicios permiten obtener por diferencia indicadores que aproximan sus márgenes. Además, la encuesta de Reuters facilita una medida directa de la evolu-

ción de los márgenes en el sector minorista. Como se observa en el gráfico 3, estos indicadores han registrado en los tres sectores cierta tendencia descendente desde los últimos meses de 2007 hasta junio, último dato disponible. Esta evolución es coherente con la información cuantitativa procedente del cuadro de costes de la UEM del primer trimestre del año (véase gráfico 4).

En resumen, del examen de estos indicadores se desprende que tanto los precios de las ventas como de los *inputs* han experimentado repuntes significativos en los últimos meses. Por su parte, la comparación entre estos precios en el sector industrial y servicios y la evolución del indicador de márgenes en el sector minorista sugieren que la traslación del aumento de los costes soportados por las empresas a los precios cargados a sus clientes no ha sido completa, lo que es un indicio de contención de sus márgenes.

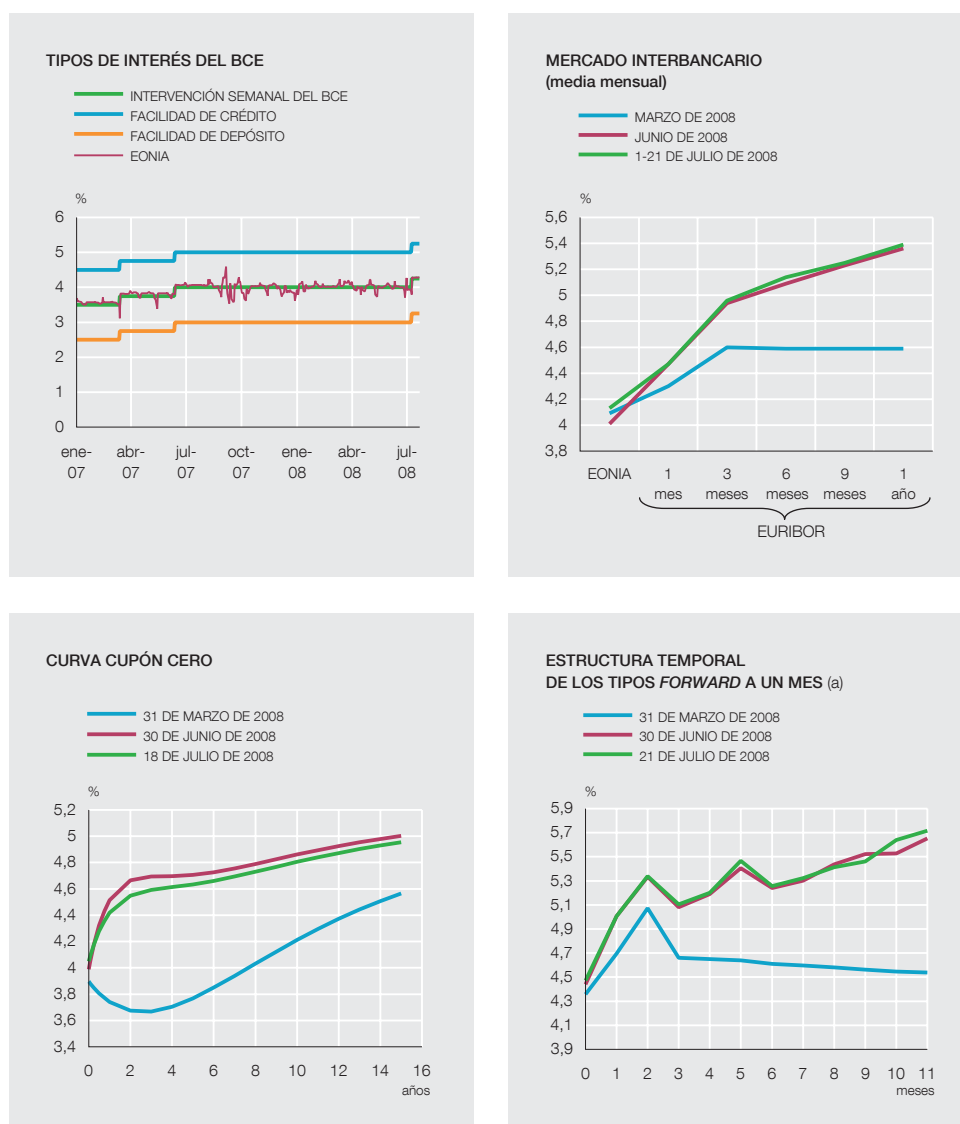
gresos impositivos en porcentaje del PIB (de unas cuatro décimas), muy superior al recorte marginal del gasto público.

Por países, se espera que en 2008 haya un deterioro de la posición fiscal en la mayoría de los integrantes de la UEM, salvo en Holanda, Grecia, Malta y Portugal. Pese a ello, ningún país sobrepasará en 2008 el valor máximo del 3%, de acuerdo con las previsiones actuales. En este sentido, el pasado 3 de junio el Consejo Ecofin cerró los procedimientos de déficit excesivo que permanecían abiertos contra Italia y Portugal, tras reducir en 2007 su déficit público por debajo de ese valor. No obstante, varios países (en particular, Francia, Grecia, Italia y Portugal) mantienen su déficit en valores superiores al 2%, lo que, en un contexto de elevada incertidumbre sobre la evolución futura de la actividad, hace que mantengan un margen limitado frente al valor máximo de referencia.

3.2 Evolución monetaria y financiera

A lo largo del segundo trimestre, la evolución financiera estuvo condicionada por la mayor preocupación por los riesgos inflacionistas a nivel global y la emergencia de nuevos brotes de inestabilidad financiera tras una cierta relajación de las tensiones en abril y mayo.

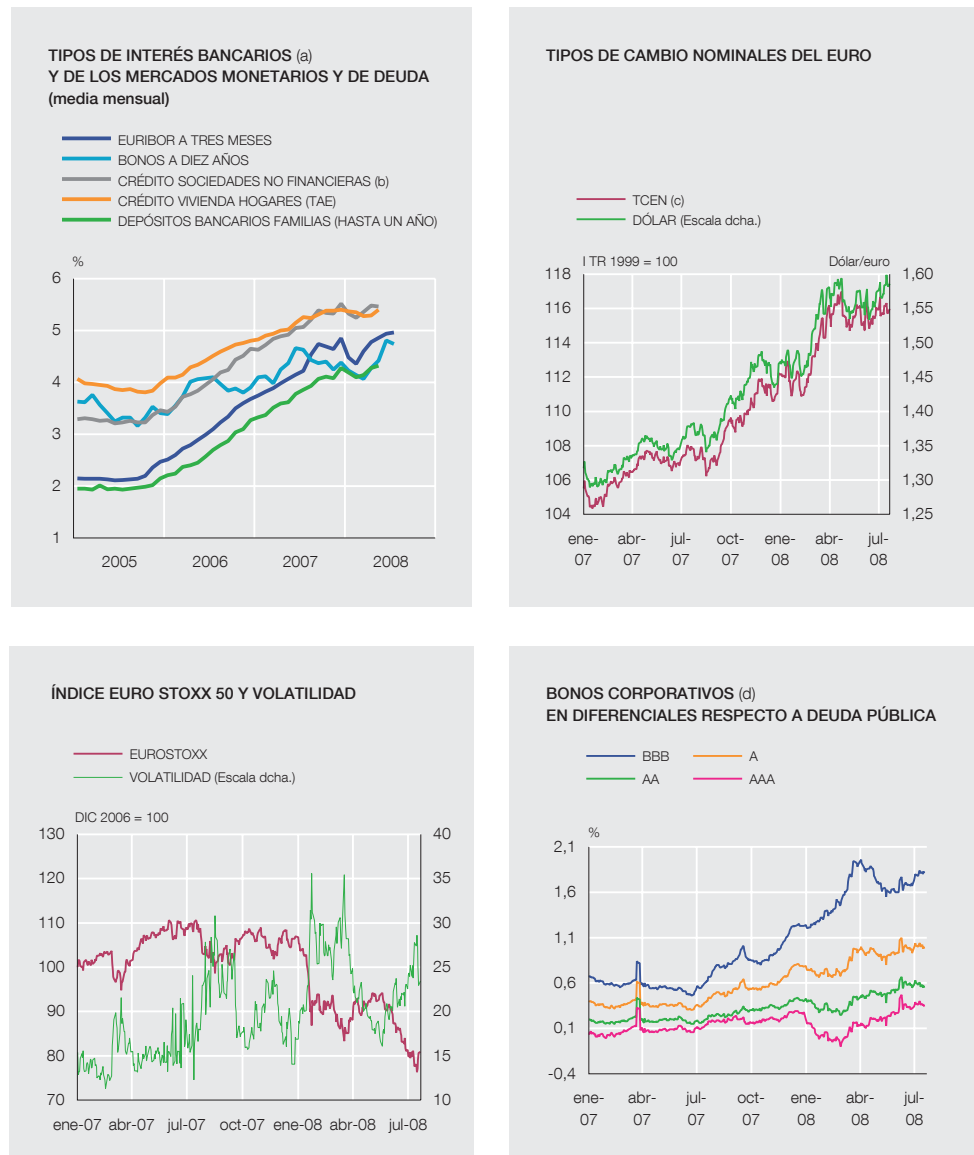
Tras un prolongado período de mantenimiento de los tipos de interés oficiales, la necesidad de prevenir la materialización de efectos de segunda vuelta y contrarrestar los crecientes riesgos al alza para la estabilidad de precios en el medio plazo determinó que el Consejo de Gobierno del BCE incrementara los tipos de interés oficiales en 25 pb en su reunión de principios de julio. Así, el tipo de interés de las operaciones principales de financiación se situó en el 4,25%, y en el 3,25% y 5,25% los tipos de las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente (véase gráfico 12). Esta decisión se tomó en el contexto de una elevada tasa de inflación —que, además, se espera que permanezca en niveles altos más tiempo de lo inicialmente esperado— y de un marcado dinamismo de los agregados monetarios y crediticios, así como de la ausencia de restricciones significativas de la oferta de crédito por parte de los bancos —a pesar de la persistencia de las tensiones en los mercados financieros—. Además, el BCE reafirmó su compromiso con el objetivo de estabilidad de precios en el medio plazo y su determinación de mantener las expectativas de inflación en niveles acordes con dicha estabilidad. Por último, expresó que el tono de la política monetaria resultante tras la decisión de aumento de los tipos de interés contribuirá a la consecución de su objetivo.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimados con datos del EURIBOR.

Esta última afirmación atemperó las expectativas existentes de subidas adicionales de los tipos de interés, las cuales habían repuntado notablemente tras la reunión de junio del Consejo de Gobierno del BCE y dado lugar a un aumento, creciente con el plazo, de los tipos de interés del mercado interbancario. Así, desde finales de marzo el EURIBOR a un mes y a un año se ha incrementado alrededor de 10 pb y 70 pb, respectivamente, hasta alcanzar, en los días posteriores a la reunión de junio, niveles en torno al 4,5% y al 5,4%, en los que permanecen desde entonces. Además, las tensiones en este mercado, ligadas a problemas de liquidez y al riesgo de contrapartida, se han prolongado. Así, el diferencial de rentabilidad entre las operaciones interbancarias sin garantía (EURIBOR) y con garantía (EUREPO) se situaba el 21 de julio en torno a los 80 pb para el plazo de un año. En este contexto, el BCE siguió inyectando liquidez de forma extraordinaria a través de las operaciones principales de financiación, en las que se siguieron adjudicando volúmenes por encima de las cantidades consideradas como neutrales, y también a través de las operaciones a más largo plazo suplementarias y de las operaciones en dólares. Con esta política el BCE logró que los tipos a más corto plazo se situaran en niveles cercanos al tipo que marca el tono de la política monetaria.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Estadísticas de tipos de interés elaboradas por el BCE correspondientes a nuevas operaciones.
 b. Tipos de interés variables y con período inicial de fijación de tipos hasta un año.
 c. Índice de tipo de cambio efectivo nominal (TCEN-22). Grupo reducido extendido de monedas definidas por el BCE.
 d. Bonos emitidos por sociedades no financieras denominados en euros.

En los mercados de deuda pública las rentabilidades también mantuvieron una senda alcista desde mediados de marzo, que, en el caso del bono a diez años, llevó a alcanzar valores superiores al 4,9% a mediados de junio, aunque posteriormente se ha observado una cierta corrección a la baja, hasta situarse en torno al 4,7% el día 21 de julio. El incremento del rendimiento de la deuda a diez años en la UEM, de unos 70 pb en el conjunto del período, fue algo más pronunciado que el observado en Estados Unidos, por lo que el diferencial negativo del bono norteamericano frente al europeo se ha ampliado hasta valores cercanos a los 80 pb. Por otro lado, en el segundo trimestre se observó un ligero estrechamiento de los diferenciales de tipos entre el bono soberano alemán y los equivalentes de otros países de la UEM, tras el fuerte repunte registrado en los meses previos. En los mercados de renta fija privada, los diferenciales de rentabilidad frente a la deuda pública mostraron un aumento sostenido, excepto en el caso de los bonos de peor calidad crediticia, donde se observó cierta reducción, que se quebró al final del período (véase gráfico 13).

Desde 2005 la financiación recibida por las sociedades no financieras (SNF) del área del euro ha experimentado un dinamismo creciente, hasta situar su ritmo de avance interanual en el 12% en 2007 (véase gráfico 1). En buena parte de este período, el crédito se vio impulsado por el afianzamiento de la expansión económica, por unas condiciones de financiación holgadas, una situación patrimonial del sector robusta y una elevada actividad de fusiones y adquisiciones.

Las tensiones financieras iniciadas a mediados de 2007 y que se prolongan hasta la actualidad han provocado un ajuste significativo en la valoración del riesgo, una contracción importante de la liquidez de los mercados de crédito internacionales y, en definitiva, un endurecimiento de las condiciones de financiación y un deterioro de las perspectivas económicas. A pesar de ello, los flujos de financiación hacia las SNF en la UEM han mostrado hasta mayo una gran fortaleza a nivel agregado del sector. Aunque la evidencia empírica apunta una respuesta tardía del crédito al cambio en las condiciones económicas y financieras, el notable dinamismo de esta variable durante el último año ha planteado la posibilidad de que responda también a decisiones de los agentes originadas por el episodio de turbulencias.

Por tipo de pasivo, los préstamos concedidos por las entidades residentes (IFM) han sido el componente más expansivo, con incrementos superiores al 14% interanual desde agosto de 2007 (véase gráfico 2). Atendiendo al importe, las operaciones nuevas de más de un millón de euros han sido las más dinámicas, lo que podría reflejar la demanda de las empresas más grandes, en un contexto de dificultades para emitir valores. Además, los descubiertos también se han acelerado notablemente, llegando a crecer por encima del 15% interanual en mayo, desde el 8% en junio de 2007, con una contribución importante de Alemania, Francia y Holanda. Por su similitud con la activación de líneas de crédito (salvo en España), el impulso de los descubiertos estaría motivado por el endurecimiento de las condiciones de acceso a nueva financiación y por las mayores necesidades de financiar capital circulante en la actual coyuntura.

El desglose por países muestra que la fortaleza de los préstamos bancarios a las SNF en la UEM hasta abril tiene un carácter bastante general, a excepción de España e Irlanda, donde se está produciendo una ralentización significativa desde tasas de crecimiento relativamente elevadas. A pesar de este carácter común, Alemania y Holanda destacan, entre los países más grandes del área, por la significativa aceleración de este tipo de financiación en los últimos meses (véase gráfico 3).

Por su parte, los valores de renta fija, que representan un 10% de la deuda del sector, se han desacelerado ligeramente desde el inicio de

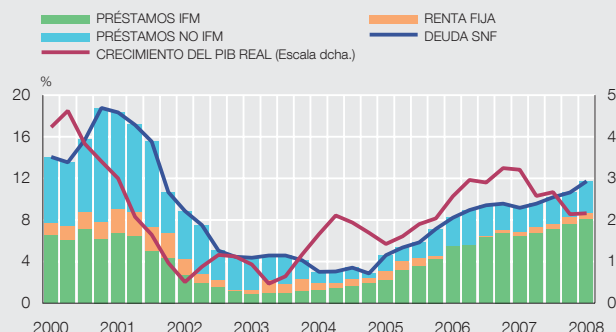
las tensiones financieras (véase gráfico 4). Los valores a largo plazo, que no han sido muy expansivos desde el año 2000, situaron su avance interanual en el 3% en mayo, desde el 7% en julio de 2007, con una importante contribución del mercado francés, donde se concentra cerca del 45% del total emitido por este sector en la UEM. Los valores a corto plazo, en cambio, han mostrado un notable dinamismo hasta febrero, debido al impulso del mercado alemán. Desde entonces, su crecimiento se ha reducido de forma significativa.

Estos desarrollos se han producido en un contexto de costes de financiación crecientes, particularmente para las empresas de peor calidad crediticia (véase gráfico 5). En el caso de los préstamos, el tipo de interés aplicado a las nuevas operaciones ha aumentado 39 pb desde junio de 2007, hasta situarse en el 5,5% en mayo. En los contratos de menos de un millón de euros el aumento ha sido de 51 pb, hasta alcanzar el 6%. El desglose de estos últimos por país muestra importantes discrepancias: incrementos inferiores a 20 pb en Alemania y Finlandia, mientras que en España, Eslovenia y Portugal se superaron los 70 pb.

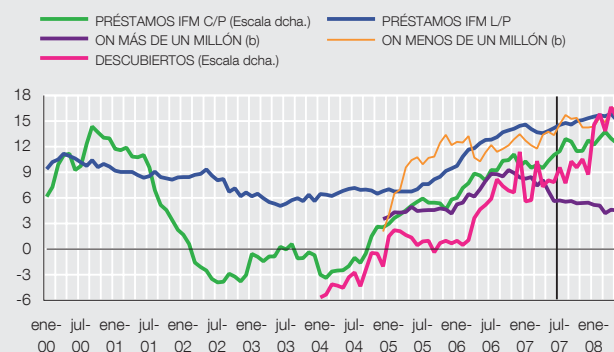
Además, como se ilustra en el gráfico 6, las últimas Encuestas de Préstamos Bancarios apuntan unas condiciones de oferta marcadamente más restrictivas desde el inicio de las turbulencias financieras en 2007, aunque este endurecimiento ha sido relativamente limitado en algunos países, como Alemania. En cambio, la demanda ha comenzado a mostrar signos de debilidad solamente en la última Encuesta, referida al primer trimestre de 2008, cuando la solicitud de fondos para invertir en capital fijo ha reducido su impulso notablemente. En cualquier caso, el componente más debilitado por las tensiones financieras ha sido el relacionado con las operaciones de fusiones y adquisiciones, mientras que las dificultades para emitir valores habrían promovido una mayor demanda de préstamos.

En resumen, a pesar del episodio de turbulencias que se inició hace un año, la financiación de las SNF del área del euro y, en particular, los préstamos bancarios han seguido creciendo a ritmos relativamente elevados. Aunque parte del empuje puede proceder de factores transitorios relacionados con las tensiones financieras, las entidades han acomodado la demanda de financiación en un contexto de sólida posición patrimonial del sector y aumento de los tipos de interés. En cualquier caso, como podría indicar la última información disponible sobre los préstamos bancarios del mes de mayo y como muestra la evidencia empírica, la prolongación de las tensiones financieras y, sobre todo, el deterioro que han experimentado las perspectivas económicas y el encarecimiento de la financiación acabarán debilitando la demanda de crédito de este sector con cierto retraso.

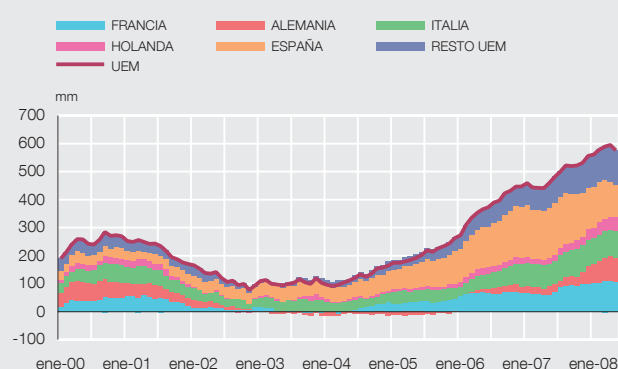
1 CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA DEUDA (a)



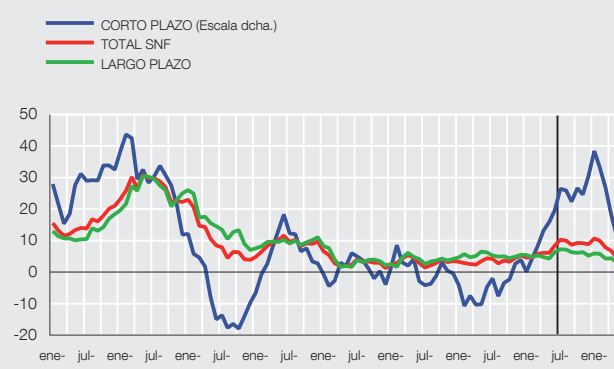
2 PRÉSTAMOS DE IFM RESIDENTES. CRECIMIENTO INTERANUAL



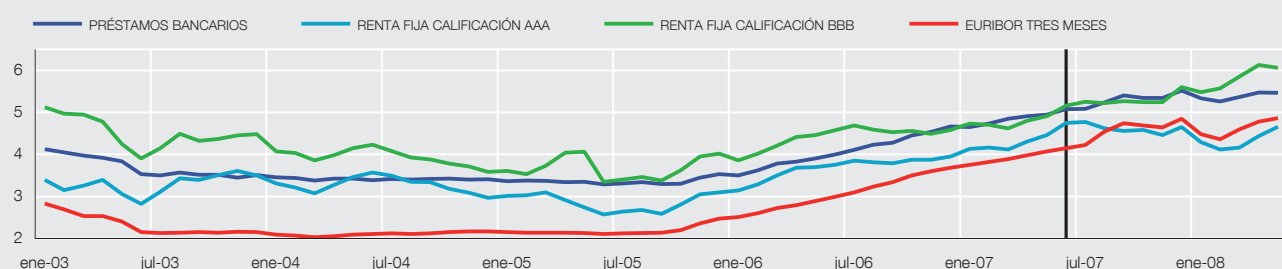
3 PRÉSTAMOS DE IFM RESIDENTES (ACUMULADO DOCE MESES)



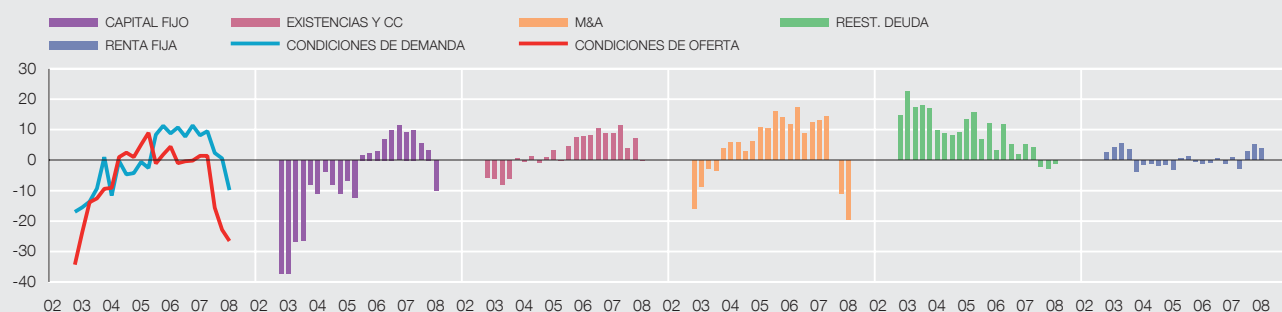
4 VALORES DE RENTA FIJA. CRECIMIENTO INTERANUAL



5 COSTE NOMINAL DE LA FINANCIACIÓN



6 ENCUESTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS Y FACTORES DE DEMANDA (c)

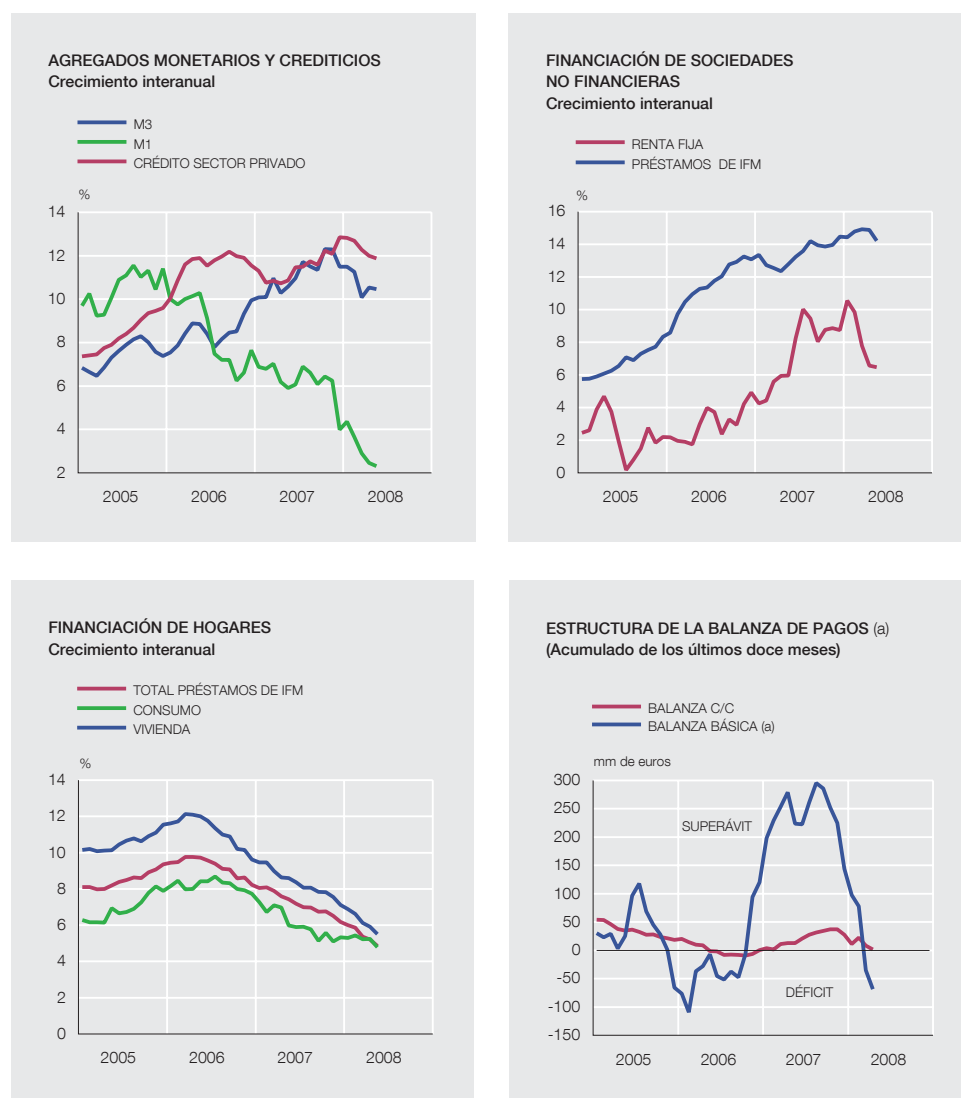


FUENTES: Banco Central Europeo, Eurostat y Banco de España.

a. Información procedente de las cuentas financieras hasta el cuarto trimestre de 2007. Estimación del primer trimestre de 2008.

b. Crecimiento interanual de las operaciones nuevas (ON) de préstamos, acumuladas en doce meses; según la estadística de tiposde interés.

c. Indicador = % de entidades que señalan una relajación considerable $\times 1 +$ % de entidades que señalan cierta relajación $\times 1/2 -$ % de entidades que señalan un cierto endurecimiento $\times 1/2 -$ % de entidades que señalan un endurecimiento considerable $\times 1$. Los factores dedemanda son: inversión en capital fijo, existencias y capital circulante, fusiones y adquisiciones (M&A), reestructuración de deuda y emisiones de valores de renta fija. Datos hasta el primer trimestre de 2008.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. La balanza básica se aproxima por la suma del saldo de la balanza por cuenta corriente y las inversiones directas y en cartera.

El deterioro de las expectativas de crecimiento se reflejó en la evolución de las bolsas, donde a partir de mayo se registraron un descenso pronunciado de las cotizaciones y un incremento de la volatilidad, de modo que gran parte de los índices europeos alcanzaron sus mínimos anuales. Así, el EUROSTOXX 50 acumulaba el 21 de julio una pérdida del 14% desde entonces, y superior al 24% desde principios de año. Por sectores, el deterioro es bastante generalizado, aunque ha sido más intenso en el sector de la construcción y en el de bancos y financieras. Por su parte, el tipo de cambio del euro registró a lo largo del segundo trimestre intensas fluctuaciones, sin seguir una tendencia definida. Desde finales de marzo, el euro se ha apreciado un 0,3% frente al dólar, mientras que ha registrado una ligera depreciación en términos del tipo de cambio efectivo nominal.

El mantenimiento de una curva de rendimientos relativamente plana y la persistencia de la inestabilidad en los mercados financieros impulsaron un alto crecimiento de los agregados monetarios amplios —motivado, fundamentalmente, por el dinamismo de los depósitos a plazo—, si bien algo inferior al registrado a finales de 2007. Así, M3 presentó un incremento

interanual del 10,5% en mayo, la misma cifra que en abril y un punto porcentual por debajo de la tasa observada en diciembre (véase gráfico 14). Por su parte, el agregado monetario más estrecho, M1, registró una desaceleración, hasta alcanzar una variación interanual del 2,3% en mayo, debido a la moderación del crecimiento del efectivo en circulación y, sobre todo, de los depósitos a la vista.

En relación con las contrapartidas, el crédito de las IFM al sector privado y su componente más importante —los préstamos— moderaron ligeramente sus ritmos de expansión, que, sin embargo, se mantienen en valores elevados (del 11,9% y del 10,4%, respectivamente, en mayo). Esta evolución esconde un comportamiento dispar por sector prestatario, con una aceleración de los flujos hacia el sector de otros intermediarios financieros. En cambio, los préstamos otorgados a los hogares prolongaron su desaceleración hasta crecer por debajo del 5% en mayo, con una pérdida de dinamismo de los destinados al consumo y, sobre todo, de la financiación para la adquisición de vivienda. Los préstamos a sociedades no financieras, analizados en mayor detalle en el recuadro 2, siguieron creciendo a ritmos relativamente elevados, aunque los últimos datos apuntan una ralentización. En mayo, el avance intermensual de este componente fue de un 9,6% en tasa anualizada, muy por debajo del 14% al que han venido creciendo en el último año.

4 La economía española

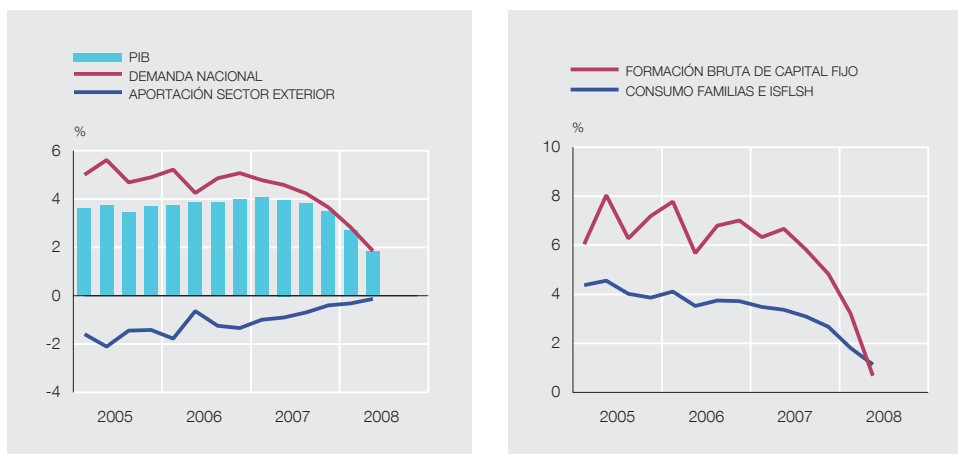
El proceso de ajuste que la economía española inició en 2007, tras una larga fase de crecimiento económico elevado, se acentuó en el primer trimestre del año 2008, según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR). En ese período, el PIB registró un crecimiento interanual del 2,7%, ocho décimas por debajo del estimado para el último trimestre de 2007. En términos intertrimestrales, la tasa de avance del producto se situó en el 0,3%. La desaceleración observada reflejó la pérdida de dinamismo de la demanda nacional, que aumentó un 2,8% en tasa interanual (ocho décimas menos que el trimestre anterior), y, en especial, del consumo privado y de la inversión residencial. En cambio, la contribución del sector exterior al crecimiento del producto mejoró en una décima, hasta situarse en -0,3 pp. Por el lado de la oferta, con la excepción de la agricultura, todas las ramas de actividad moderaron su ritmo de expansión, revistiendo mayor intensidad la pérdida de impulso en los casos de la construcción y de la industria. La desaceleración de la actividad se reflejó en el ritmo de creación de empleo, que, según los datos de la CNTR, se moderó considerablemente en los primeros meses de 2008, hasta situarse en el 1,7% en términos interanuales, ocho décimas menos que a finales del pasado año, con lo que el ritmo de avance de la productividad se mantuvo en torno al 1%.

De acuerdo con la información disponible, en el segundo trimestre de 2008 la economía española ha vuelto a registrar una disminución sustancial de su ritmo de expansión. La persistencia de la inestabilidad en los mercados financieros internacionales y la escalada del precio del petróleo han acentuado los efectos negativos del ajuste en el mercado inmobiliario, frenando el avance de la actividad. En este contexto, los datos disponibles sugieren que el ritmo de variación interanual del PIB podría haber experimentado una caída adicional de 0,9 pp en el segundo trimestre, hasta el 1,8%, lo que se correspondería con una tasa intertrimestral del 0,1%. Esta desaceleración del producto sería atribuible a la pérdida adicional de dinamismo de la demanda nacional, cuya tasa de crecimiento interanual podría haber descendido hasta el 1,9%, en tanto que la contribución negativa del sector exterior habría continuado mejorando, hasta situarse en -0,1 pp (véase gráfico 15).

Por el lado de la oferta, la ralentización del valor añadido de la economía de mercado en el segundo trimestre habría continuado recayendo principalmente sobre las ramas de la industria y la construcción. En cuanto al mercado de trabajo, los indicadores disponibles apuntan hacia un intenso ajuste en el ritmo de creación de empleo, de magnitud superior al previsto para el crecimiento del producto, de forma que el ritmo de avance de la productividad para el conjunto de la economía habría superado el 1% observado en el primer trimestre. Al mismo tiempo, se estima que la remuneración por asalariado experimentó un repunte similar, por lo que el crecimiento de los costes laborales unitarios podría haberse estabilizado en el segundo trimestre. Por lo que respecta a los precios de consumo, la tasa de variación interanual del IPC continuó aumentando en el segundo trimestre, hasta alcanzar una tasa media del 4,6%, dos décimas más que en los tres primeros meses del año, como consecuencia del encarecimiento de los productos energéticos y de los alimentos elaborados. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo estable, por tercer trimestre consecutivo, en el 3,2% interanual.

4.1 Demanda

En el primer trimestre de 2008, el gasto en consumo final de los hogares y de las ISFLSH creció un 1,8% interanual —un 0,2% en tasa intertrimestral—, nueve décimas menos que en el último trimestre del ejercicio anterior, lo que pone de manifiesto la notable pérdida de dina-



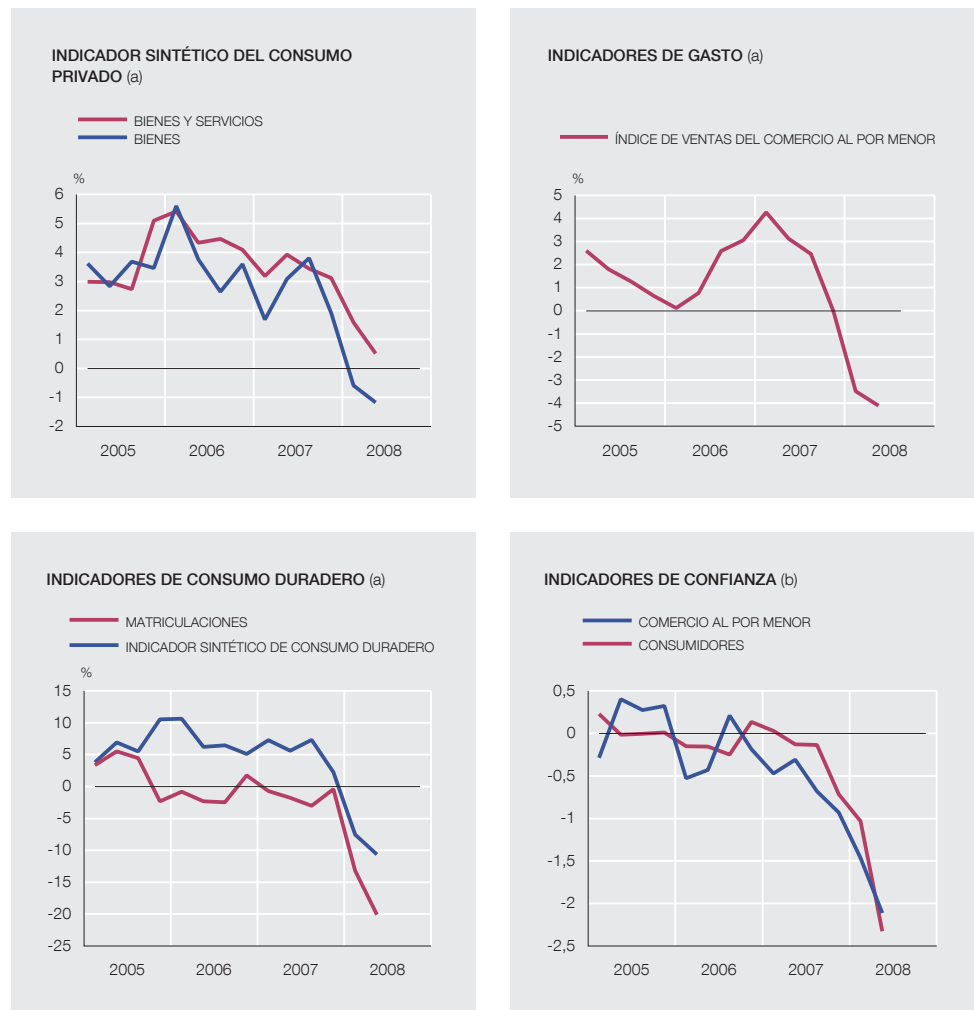
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

mismo de este componente de la demanda nacional a comienzos de año. La información coyuntural más reciente apunta a que en el segundo trimestre de 2008 se acentuó la debilidad del consumo privado (véase gráfico 16). En concreto, los indicadores de confianza de los consumidores y del comercio minorista volvieron a registrar caídas significativas en este período, superiores a las observadas en los meses precedentes, alcanzando, en el primer caso, el valor mínimo de la serie histórica y, en el segundo, niveles no observados en los últimos trece años. Entre los indicadores cuantitativos, los datos de la Agencia Tributaria, referidos a abril y mayo, señalaron un menor dinamismo de las ventas interiores de las grandes empresas de bienes y servicios destinados al consumo. Asimismo, el índice de comercio al por menor real registró en esos dos meses un descenso significativo, superior al del primer trimestre, en consonancia con el deterioro de la confianza del comercio minorista en dicho período. Por último, dentro de los bienes de consumo duradero, cabe mencionar el retroceso experimentado por las ventas de automóviles en el segundo trimestre de 2008, aunque la caída que registraron en junio se ha podido ver acrecentada por el retraso de algunas compras a la espera de la inminente entrada en vigor del Plan VIVE.

El debilitamiento del consumo de los hogares en el segundo trimestre responde al deterioro de la confianza motivado por el empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas, así como a la evolución menos favorable de sus determinantes. De este modo, aun en un contexto de aceleración salarial, el crecimiento de la renta disponible de los hogares en términos nominales ha comenzado a verse mermado por la menor generación de empleo, efecto que se ha visto reforzado en términos reales por el repunte observado en la inflación. Además, la menor holgura de las condiciones financieras ha contribuido probablemente a que las familias pospongan decisiones de gasto de consumo duradero, en tanto que la ralentización del ritmo de avance de su riqueza tanto real como financiera podría estar comenzando a favorecer un incremento de la tasa de ahorro de estos agentes. No obstante, en las cuentas no financieras de los sectores institucionales más recientes, referidas al primer trimestre de 2008, la tasa de ahorro todavía experimentó un leve descenso.

Por su parte, el consumo final de las Administraciones Públicas intensificó su ritmo de avance en el primer trimestre del año, al crecer un 4,7% interanual —un 1,7% intertrimestral—, tres décimas más que en los tres últimos meses de 2007. Para el segundo trimestre de 2008 se prevé una aceleración adicional de este componente de la demanda, a tenor de la evolución



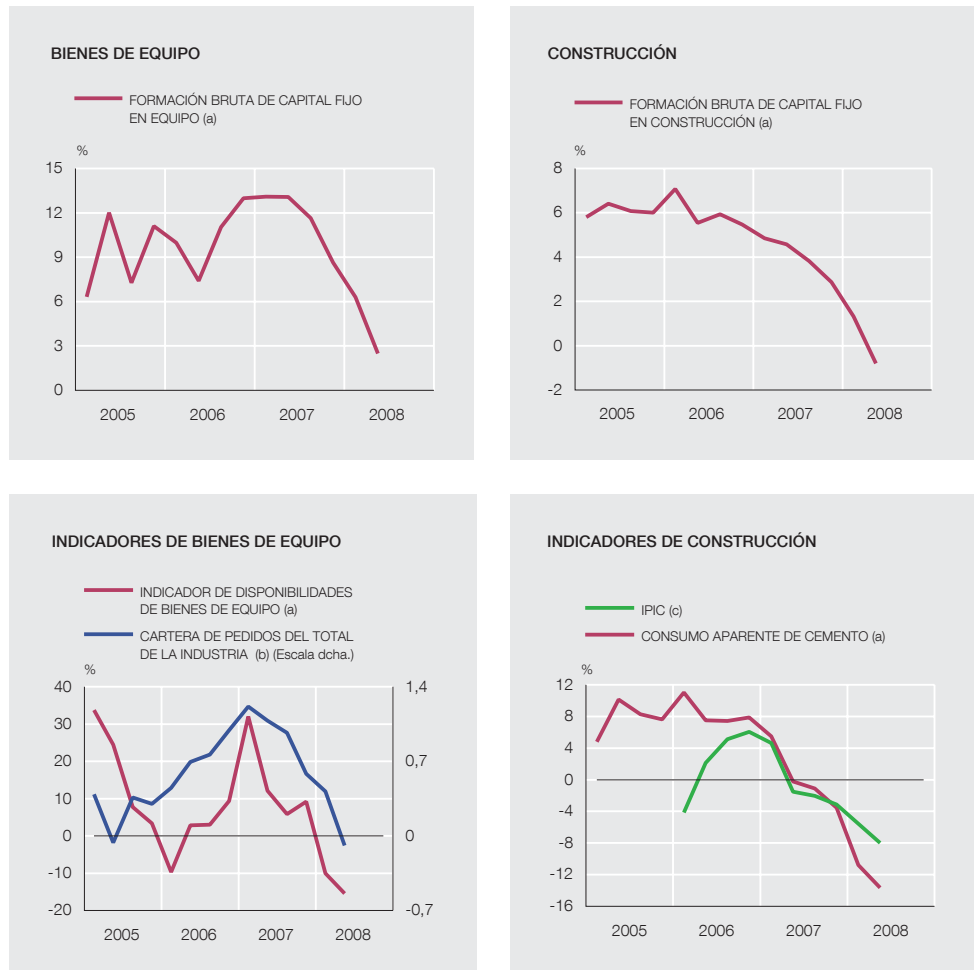
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

b. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

de la remuneración de los asalariados públicos apuntada por los datos de la ejecución presupuestaria del Estado.

La formación bruta de capital fijo experimentó una notable desaceleración en el primer trimestre de 2008, al crecer un 3,2% interanual, lo que supone 1,6 pp menos que en el trimestre precedente. Este resultado refleja la pérdida de dinamismo de todos sus componentes, que fue especialmente intensa en el caso de la inversión en equipo, cuyo ritmo de avance se moderó en 2,3 pp, hasta el 6,3% interanual. A pesar de ello, continuó siendo el componente más vigoroso de la demanda nacional (véase gráfico 17). Algo inferior fue la desaceleración de la inversión en construcción, que creció un 1,3% en tasa interanual (1,6 pp menos que al cierre de 2007), fruto de un descenso del 0,2% de la inversión residencial —que registró su primer retroceso en cinco años— y de una ralentización, de un punto porcentual, de la inversión en otras construcciones, hasta el 3%. Por su parte, la inversión en otros productos también atenuó su dinamismo, aunque mantuvo una tasa de crecimiento elevada, del 5,2%, nueve décimas inferior a la registrada al cierre de 2007. La información disponible referida al segundo trimestre de 2008 apunta hacia una moderación adicional del ritmo de expansión de los distintos componentes de la formación bruta de capital fijo y, en especial, de la inversión en equipo y de la residencial.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

b. Indicador normalizado (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

c. Índice de Producción de la Industria de la Construcción. Tasas interanuales calculadas sobre la serie original.

En el caso concreto de los bienes de equipo, el indicador de disponibilidades, calculado con datos incompletos del trimestre, ha experimentado un descenso significativo, superior al observado al inicio del año. Por su parte, el indicador de clima industrial en las industrias de bienes de equipo continuó deteriorándose en abril y mayo, siendo especialmente significativo el empeoramiento de la cartera de pedidos. De modo análogo, también se espera una ralentización de la inversión en otros productos en el segundo trimestre del año. Desde el punto de vista de sus factores determinantes, cabe esperar una moderación de los planes futuros de inversión, dado el deterioro de las perspectivas de algunos de los elementos sobre los que se ha venido sustentando el dinamismo de este componente de la demanda en el pasado reciente, como eran la pujanza de la demanda final y la evolución favorable de los beneficios empresariales. En este sentido apunta la reducción del nivel de utilización de la capacidad instalada en la industria en el segundo trimestre. A ello cabe unir, además, el entorno menos favorable para el recurso a la financiación ajena, que se deriva, no solo del aumento de la carga financiera resultante de la elevación de los tipos de interés del crédito, sino también del endurecimiento de las condiciones de acceso a esas fuentes de financiación. En este sentido, los datos disponibles sobre la evolución del crédito a empresas no financieras según su fina-

lidad sugieren que el endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito por parte de las entidades financieras residentes estaría afectando, sobre todo, a las empresas vinculadas al sector de la construcción y la promoción inmobiliaria. Con todo, según las cuentas no financieras de los sectores institucionales, las necesidades de financiación del conjunto del sector de sociedades no financieras se mantuvieron estables en el 10,6% del PIB en los cuatro trimestres acumulados hasta el primero de 2008.

La desaceleración que la inversión en construcción venía mostrando desde el año 2006 se intensificó en el primer trimestre de 2008, en el que este componente de la demanda creció un 1,3% en tasa interanual —con un estancamiento en términos intertrimestrales—, 1,6 pp menos que en el trimestre precedente. Esta ralentización refleja, sobre todo, la corrección en curso en el componente residencial, que registró una caída del 0,2% interanual —frente a un crecimiento positivo del 1,8% en el trimestre anterior—, y, en menor medida, la pérdida de dinamismo de las otras construcciones, componente que avanzó un 3%, 1 pp menos que en el último trimestre de 2007. Los indicadores contemporáneos de la evolución del total de la inversión en construcción, como los consumos intermedios o el empleo, sugieren que el ajuste del sector se ha acentuado en el segundo trimestre de 2008. Así, entre los indicadores referidos a los consumos intermedios, tanto la producción interior de materiales para la construcción como el consumo aparente de cemento registraron descensos en los meses de abril y mayo superiores a los observados en el primer trimestre del año. En cuanto a los indicadores contemporáneos del mercado laboral referidos al segundo trimestre, el número medio de afiliados a la Seguridad Social se redujo un 7%, frente al descenso del 2,2% observado en los tres primeros meses del año, mientras que el número de parados registrados aumentó su ritmo de crecimiento hasta el 62,2% en el segundo trimestre, 26,5 pp más que en el primero. Adicionalmente, el índice de producción de la industria de la construcción (IPIC) retrocedió en abril (último mes para el que se dispone de información) un 8% en tasa interanual, descenso que supera en 2,4 pp al observado en el primer trimestre. Por último, el indicador de confianza del sector de la construcción elaborado por la Comisión Europea continuó deteriorándose, aunque lo hizo en menor medida que en los dos trimestres precedentes.

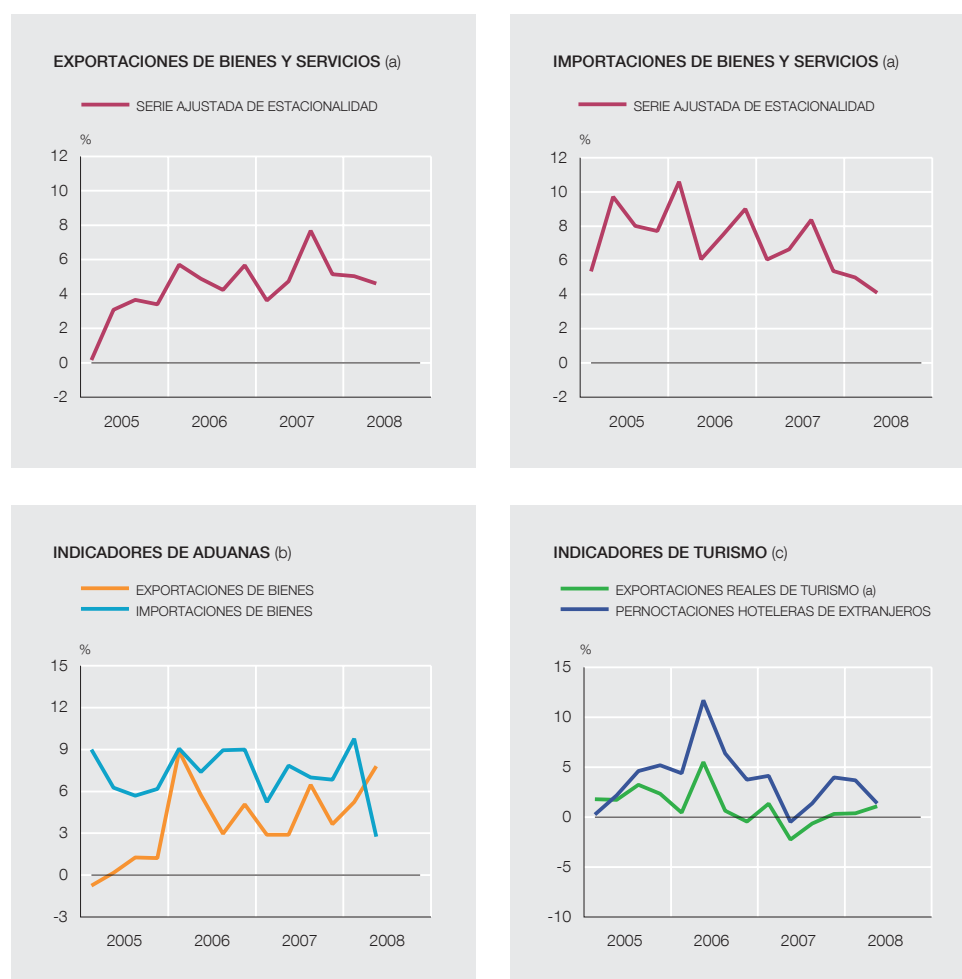
Por tipo de obra, el ajuste de la inversión residencial se habría intensificado en el segundo trimestre, hasta registrar tasas negativas claramente superiores a las de comienzos del año. El notable descenso que vienen registrando los visados de obra nueva desde mediados de 2007 permite anticipar una reducción del número de viviendas en ejecución en 2008 y, por tanto, una evolución desfavorable de la inversión residencial en los próximos trimestres. Estos desarrollos son el resultado del ajuste de la oferta a la rápida moderación de la demanda, fruto del encarecimiento de la financiación y de las peores perspectivas respecto a la evolución de la riqueza inmobiliaria. La información sobre transacciones de viviendas y nuevas hipotecas constituidas, para las que existe información hasta abril, resulta ilustrativa de la pauta que ha seguido la demanda de vivienda en los últimos meses. También se estima que la edificación no residencial experimentará una pérdida de empuje en el segundo trimestre, en consonancia con el descenso registrado por los visados de nuevos proyectos en el pasado reciente. Finalmente, la licitación de obra civil ha continuado creciendo a un ritmo intenso, si bien la obra ejecutada podría haberse desacelerado en el período abril-junio, al estar vinculada al descenso que registró la licitación oficial en la segunda mitad de 2007.

De acuerdo con los datos de la CNTR, en el primer trimestre de 2008 la demanda exterior neta continuó reduciendo su aportación negativa al crecimiento del producto, hasta situarse en 0,3 pp, una décima menos que en el trimestre anterior, en un contexto de leve desaceleración

de los flujos comerciales con el exterior, tanto de exportaciones como de importaciones. Esta evolución se ha producido en un contexto de progresiva ralentización del comercio mundial, que, tras crecer en 2007 a un ritmo del 6%, experimentó una cierta desaceleración al inicio de 2008 (hasta tasas cercanas al 5%). En particular, en el caso de los mercados de exportación españoles, se ha producido un debilitamiento del conjunto de las economías desarrolladas, incluidos algunos de los principales destinos de nuestras ventas al exterior, como Francia o Italia. No obstante, las ventas destinadas a los países emergentes continuaron creciendo a tasas de dos dígitos. Por su parte, la mayoría de los indicadores de competitividad siguió deteriorándose en los meses transcurridos de 2008, lo que se ha debido, sobre todo, a la apreciación del euro frente al conjunto de monedas de los países desarrollados y, en menor medida, al aumento de los diferenciales de precios y costes. Sin embargo, los indicadores elaborados con precios de exportación han mostrado una evolución favorable durante el primer trimestre de 2008, gracias a la contención que mantienen los precios de venta al exterior —con crecimientos muy inferiores a los alcanzados por los precios de producción interior o los costes laborales unitarios— y que estaría reflejando el esfuerzo de los sectores exportadores por conservar sus cuotas de mercado, en un contexto de apreciación del euro y de desaceleración de la demanda nacional.

La información aún incompleta correspondiente al segundo trimestre de 2008 apunta a que las exportaciones mantendrán un tono relativamente favorable en este período, a pesar del mantenimiento de la fortaleza del euro. Las importaciones, por su parte, continuarán perdiendo pulso, en sintonía con la moderación del consumo privado y de la inversión en equipo. Como consecuencia de esta evolución de los flujos comerciales, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento mejoraría dos décimas en el segundo trimestre de 2008, hasta situarse en -0,1 pp del PIB.

Según la CNTR, en el primer trimestre de 2008 las exportaciones reales de bienes incrementaron ligeramente su ritmo de avance interanual, hasta situarse en el 5,1% —desde el 4,6% del trimestre previo—, interrumpiendo el perfil de desaceleración que iniciaron en el trimestre anterior (véase gráfico 18). Las cifras de comercio exterior de Aduanas también recogieron, en términos desestacionalizados, un comportamiento más favorable de las exportaciones en el primer trimestre, debido, fundamentalmente, al dinamismo que mostraron las ventas de automóviles y de productos intermedios. Por áreas geográficas, la mejora se concentró en los mercados de la UE, mientras que las ventas dirigidas a terceros países se desaceleraron, aunque siguieron registrando tasas de crecimiento más elevadas en términos nominales. En cuanto a los datos más recientes, las exportaciones reales repuntaron en abril y mayo, hasta situar su tasa de avance interanual en el 12,6%, si bien dicha cifra puede estar sesgada al alza por el efecto del diferente calendario de la Semana Santa, que en este ejercicio se celebró en marzo, mientras que en 2007 tuvo lugar en abril. No obstante, en términos de la serie corregida de estacionalidad el incremento fue también notable, del 8,9%, muy superior al alcanzado en el primer trimestre. Por grupos de productos, en los meses de abril y mayo los componentes más dinámicos de las exportaciones fueron los bienes intermedios, tanto energéticos como, en menor medida, no energéticos, así como los bienes de consumo no alimenticio. Dentro de los bienes intermedios no energéticos destacó el fuerte avance de los productos destinados a las industrias de medios de transporte y fabricación de material eléctrico, así como del sector metalúrgico. En el caso de las exportaciones de bienes de consumo, cabe destacar la contribución de las ventas de automóviles. Por su parte, las exportaciones de bienes de equipo, aunque se aceleraron en los meses de abril y mayo, continuaron creciendo a tasas moderadas, un 2,8% en términos reales, lo que se debió, fundamentalmente, a la recuperación de las ventas de maquinaria y de material de transporte terrestre. Por áreas geográficas, en los meses de abril y mayo las exportaciones comunitarias reflejaron una notable



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

- a. Datos de la CNTR a precios constantes.
b. Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.
c. Series ajustadas de estacionalidad.

aceleración (hasta situar su tasa de avance real en el 12,2%, frente al aumento del 3,6% del primer trimestre de 2008), propiciada por el impulso que cobraron las ventas dirigidas a algunos de nuestros principales mercados, como Alemania, Francia o Reino Unido. Las ventas extracomunitarias también intensificaron su avance en esos dos meses (hasta el 13,4% interanual, frente al descenso del 1,1% del primer trimestre), reflejando el dinamismo de las ventas dirigidas a Rusia y países asociados, China y países de la OPEP, que contrasta con la disminución de las exportaciones a América Latina. Así, en los cinco primeros meses del año las exportaciones presentan una tasa de crecimiento en términos reales superior a la observada en 2007 (6,4% y 4,2%, respectivamente).

Según las cifras de la CNTR, en el primer trimestre de 2008 las exportaciones reales de servicios turísticos mantuvieron el tono moderado del trimestre precedente, al aumentar un 0,4% interanual —tras el 0,3% anterior—, abandonando la senda de caídas que habían mostrado en los trimestres centrales de 2007. Del mismo modo, los principales indicadores reales de turismo han prolongado durante los meses transcurridos del segundo trimestre la tónica de mejora observada desde finales de 2007. Así, con datos hasta mayo, tanto las entradas de turistas extranjeros como el número de sus pernoctaciones hoteleras acumulan crecimientos su-

periores a los alcanzados en el promedio del año anterior (hasta situarse en el 3,5% y el 4,2%, respectivamente). Por su parte, la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR) revela un comportamiento algo más expansivo de los ingresos por turismo en el conjunto de los cinco primeros meses del año, con avances medios del 6,7% en el gasto nominal total de los turistas y del 3,2% en el gasto medio por persona. Esta evolución es fruto de la recuperación, tras la atonía de los últimos años, de nuestros principales mercados emisores de turistas, especialmente del alemán (con un avance medio del 3,3% en el período enero-mayo) y, en menor medida, del británico y el francés (con crecimientos respectivos del 2,9% y 2%).

Por otra parte, las exportaciones reales de servicios no turísticos continuaron ralentizándose durante el primer trimestre de 2008, hasta el 9,2%, desde el 11,7% del trimestre previo. Con información desagregada por tipo de servicio de la Balanza de Pagos, a esta desaceleración han contribuido principalmente los servicios de transporte, ya que los ingresos por servicios prestados a las empresas mostraron una leve recuperación, si bien siguieron creciendo a tasas moderadas, que contrastan con los elevados avances que les caracterizaron durante buena parte del ejercicio anterior. De acuerdo con los datos de la Balanza de Pagos de abril, en el segundo trimestre cabría esperar que los ingresos por turismo mantengan el perfil de recuperación iniciado a finales del pasado año, mientras que los procedentes del resto de servicios se moderarían.

En cuanto a las importaciones reales de bienes, en el primer trimestre de 2008 elevaron su ritmo de crecimiento, según datos de la CNTR, hasta el 5,9% interanual, cifra superior en 1,2 pp a la del trimestre precedente, aunque similar al aumento medio observado en el ejercicio anterior. Esta aceleración, que fue más intensa según los datos de Aduanas —en datos desestacionalizados—¹, se concentró en el componente de bienes intermedios, especialmente energéticos, ya que las compras de bienes de consumo se ralentizaron y las de bienes equipo se redujeron. Los datos más recientes, correspondientes a los meses de abril y mayo, muestran una significativa desaceleración de las importaciones reales, hasta el 4,4% interanual, tasa que, una vez corregido el efecto Semana Santa, se reduce al 1,7%, claramente por debajo del avance del primer trimestre. Por grupos de productos, en esos dos meses destacó el acusado retroceso de las compras exteriores de bienes de equipo (que disminuyeron un 14,9%, en términos reales), lo que vino determinado, fundamentalmente, por el notable descenso en las importaciones de material de transporte naval, y, en menor medida, en la partida de maquinaria, especialmente de la construcción. Del mismo modo, las compras de bienes de consumo también arrojaron una tasa negativa en ese período (-1,8%, en términos reales), reflejando el comportamiento desfavorable que mostraron las importaciones de automóviles y de otros bienes de consumo duradero, como los electrodomésticos. Por el contrario, las importaciones de bienes intermedios no energéticos mantuvieron su dinamismo en abril y mayo, al crecer un 9,9%, como consecuencia del vigor que adquirieron las compras de productos intermedios destinadas a la industria de material eléctrico, industria química y de productos alimenticios. Tras crecer a una tasa del 30% en el primer trimestre, las importaciones reales de bienes intermedios energéticos se moderaron en abril y mayo, aunque aumentaron a un ritmo del 11,6%, a pesar del notable encarecimiento de sus precios. En el período acumulado hasta el mes de mayo, las importaciones reales de bienes experimentaron un crecimiento del 5,9%, un punto porcentual menos que la tasa observada en el conjunto de 2007.

Por último, en términos de la CNTR, las importaciones reales de servicios apenas aumentaron un 1,3% en el primer trimestre, intensificando la tónica de desaceleración que iniciaron en el

1. La diferente evolución que desde finales de 2007 mantienen las importaciones reales de bienes en términos de Aduanas y en términos de la CNTR se debe a que en dicho período el IVU de importaciones ha aumentado en torno a 3 pp menos que el deflactor de las importaciones.

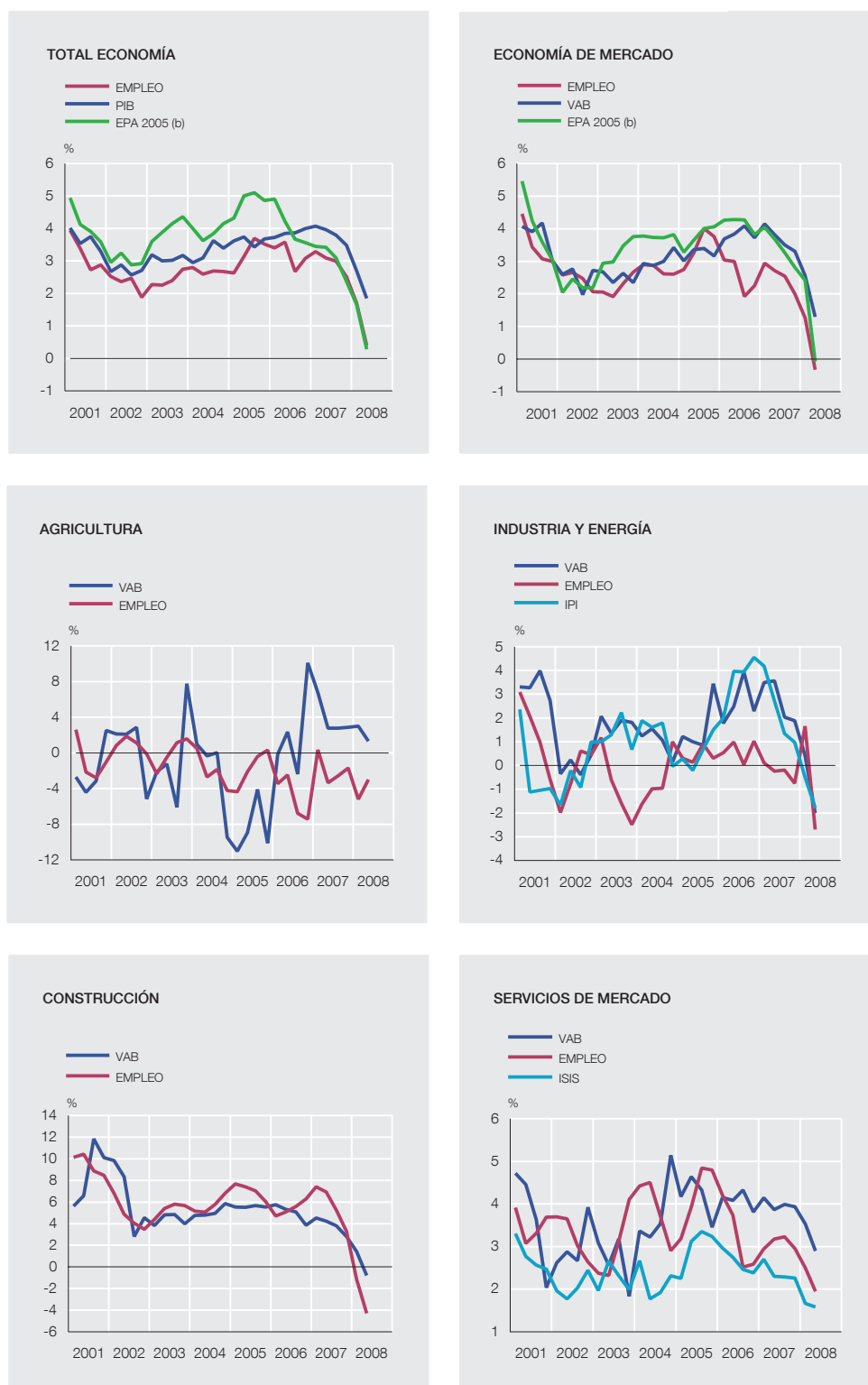
trimestre anterior. Este resultado fue consecuencia de la ralentización que se pudo observar tanto en las importaciones reales de servicios no turísticos (hasta situar su tasa interanual en el 1,2%), como en las de los turísticos (hasta situarse en el 1,8%). En la vertiente no turística, con datos desagregados de Balanza de Pagos, se observó una clara pérdida de empuje de su principal rúbrica, los servicios prestados a las empresas, al tiempo que descendieron los pagos por seguros y servicios informáticos. Los datos de la Balanza de Pagos de abril apuntan a que las importaciones de servicios, tanto de turismo como del resto de servicios, mantendrán esa tendencia descendente durante el segundo trimestre de 2008.

4.2 Producción y empleo

En el primer trimestre de 2008, la economía de mercado acentuó el perfil de desaceleración que había mostrado a lo largo de 2007, de forma que la tasa de crecimiento de su valor añadido bruto se redujo hasta el 2,5% interanual, 0,8 pp menos que en el trimestre anterior. A excepción de la agricultura y la energía, todos los sectores productivos contribuyeron a esta pérdida de dinamismo de la actividad, que fue más intensa en el caso de la industria manufacturera y de la construcción. La información disponible para el segundo trimestre de 2008 apunta hacia una moderación adicional del valor añadido de la economía de mercado, que será igualmente más destacada en esas dos ramas (véase gráfico 19). Así, cabe esperar que el VAB en la industria registre un descenso más pronunciado que el observado en el trimestre anterior, y que la tasa de crecimiento en la construcción, que fue todavía positiva al comienzo del año, pase a ser negativa en el segundo trimestre. Se estima que los servicios de mercado se desacelerarán, pero en menor medida que el resto de las ramas.

La actividad de las ramas agraria y pesquera creció en el período enero-marzo de 2008 a un ritmo del 3%, cifra muy similar a la del trimestre anterior. Sin embargo, en el segundo trimestre se espera un menor ritmo de avance del VAB en este sector, pues el elevado régimen de precipitaciones registrado en los meses de abril y mayo no ha podido compensar los efectos negativos de la escasez de lluvias en la época invernal sobre la producción de cultivos muy relevantes dentro del total de la rama, como es el caso de los cereales y las frutas.

La producción de las ramas industrial y energética mostró en el primer trimestre una notable pérdida de dinamismo, acentuando la desaceleración iniciada en la segunda mitad de 2007. Así, según la CNTR, la tasa de crecimiento de su VAB disminuyó en 1,5 pp, hasta situarse en el 0,4% interanual. Esta ralentización reflejó fundamentalmente la desfavorable evolución de la actividad industrial, cuyo VAB se redujo un 0,3% interanual en los primeros tres meses de 2008, ya que el valor añadido del sector energético continuó creciendo a tasas elevadas (un 4% interanual). Los indicadores coyunturales del segundo trimestre apuntan a una caída de la actividad industrial de mayor magnitud que la registrada en el primero, como consecuencia del retraimiento de la demanda de bienes destinados tanto al consumo final de las familias como a su utilización como consumos intermedios en los servicios de mercado y, sobre todo, en la construcción. Entre los indicadores cuantitativos destaca el comportamiento del índice de producción industrial, cuyo componente no energético acentuó en los meses de abril y mayo la caída registrada en el primer trimestre, evolución similar a la seguida por las ventas interiores de bienes industriales de las grandes empresas. Asimismo, la cifra de afiliados a la Seguridad Social descendió levemente en términos interanuales en el segundo trimestre de 2008 (tras haber registrado un crecimiento del 0,8% en el primero), mientras que el número de parados registrados aceleró su ritmo de aumento, hasta superar el 10%. Las encuestas de opinión apuntan también hacia un deterioro adicional de la actividad industrial en el segundo trimestre. Así, tanto el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea como el índice de directores de compras del sector manufacturero presentaron en el segundo trimestre un valor muy inferior al registrado en los primeros meses de 2008, con un descenso significativo en la valoración de la cartera de pedidos.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Fomento y Banco de España.

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.

b. Series enlazadas en el Servicio de Estudios del Banco de España en función de la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

En cuanto a la actividad constructora, en el primer trimestre de 2008 se intensificó la desaceleración que ya venía mostrando a lo largo de 2007. El VAB creció un 1,4% interanual, la mitad que en los meses finales del último año. En el segundo trimestre, se estima que esta tendencia se ha acentuado, a tenor del retroceso que, como ya se ha indicado al describir las perspectivas de la inversión en construcción, se ha podido observar en los proyectos de edificación, tanto residencial como no residencial.

Finalmente, la rama de servicios también moderó su ritmo de crecimiento en el primer trimestre de 2008, aunque de forma menos intensa que la industria y la construcción. Así, el valor añadido del conjunto de las ramas de servicios aumentó un 3,7% interanual, cinco décimas por debajo del avance registrado en el trimestre anterior. Esta desaceleración fue más acusada en los servicios no de mercado —de ocho décimas, hasta el 4,2%—, aunque continuaron mostrando tasas más elevadas. Por lo que respecta a los servicios de mercado, el ritmo de crecimiento de su valor añadido se redujo en cuatro décimas, hasta el 3,5%. La información coyuntural disponible referida al segundo trimestre apunta a que la pérdida de dinamismo habría sido algo más intensa en este período. Así, el número medio de afiliados a la Seguridad Social en el sector aumentó un 2,2% interanual en el período abril-junio, 0,7 pp menos que en los tres primeros meses de 2008, mientras que las ventas de servicios de las grandes empresas, en términos reales y corregidas de calendario, redujeron su ritmo de avance en los meses de abril y mayo respecto al observado en el primer trimestre. Además, los indicadores de confianza del sector servicios y del comercio al por menor elaborados por la Comisión Europea y el índice de actividad comercial de la encuesta de directores de compras (PMI) experimentaron un deterioro en el segundo trimestre, alcanzando en algunos casos niveles mínimos históricos.

Según la información de la CNTR, en el primer trimestre de 2008 se acentuó la senda de ralentización del ritmo de creación de empleo en el total de la economía. En concreto, la tasa de crecimiento interanual del empleo experimentó una rebaja de ocho décimas, hasta situarse en el 1,7%. Esta desaceleración fue aproximadamente similar en la economía de mercado, cuyo empleo aumentó un 1,3%. En la economía de mercado, esta menor generación de empleo vino acompañada de un menor empuje de su valor añadido, por lo que la productividad se mantuvo sin cambios en el 1,3%.

Los indicadores disponibles anticipan que la creación de empleo se ha ajustado a la baja de forma muy intensa durante el segundo trimestre. Así, el crecimiento del número de afiliados a la Seguridad Social, calculado con la media de los datos diarios, descendió hasta el 0,5%, frente a un crecimiento del 1,7% en los tres primeros meses del año. Sin embargo, la contratación registrada en el INEM mantuvo en el promedio del segundo trimestre el mismo ritmo de caída que en el primero (un -7,2% interanual).

En cuanto a la desagregación por ramas productivas de los datos de la CNTR referidos al primer trimestre de 2008, cabe destacar la destrucción de empleo que se produjo en el sector de la construcción, hecho que no se observaba desde comienzos de los años noventa. En concreto, la pérdida de puestos de trabajo equivalentes ascendió al 1,1% interanual, cifra que contrasta con el crecimiento positivo del 3,3% en el cuarto trimestre de 2007. Asimismo, al igual que en los trimestres precedentes, en la agricultura volvió a destruirse empleo, aunque con mucha mayor intensidad, al alcanzar una tasa del -5,2% interanual, frente al -1,7% de finales de 2007. Por el contrario, en las ramas de industria y energía, y a diferencia de lo observado a lo largo del año anterior, se produjo una recuperación del empleo, que creció a una tasa del 1,7% interanual, frente al descenso del 0,7% del trimestre precedente. Finalmente, el ritmo de creación de puestos de trabajo se ralentizó tanto en los servicios de mercado como

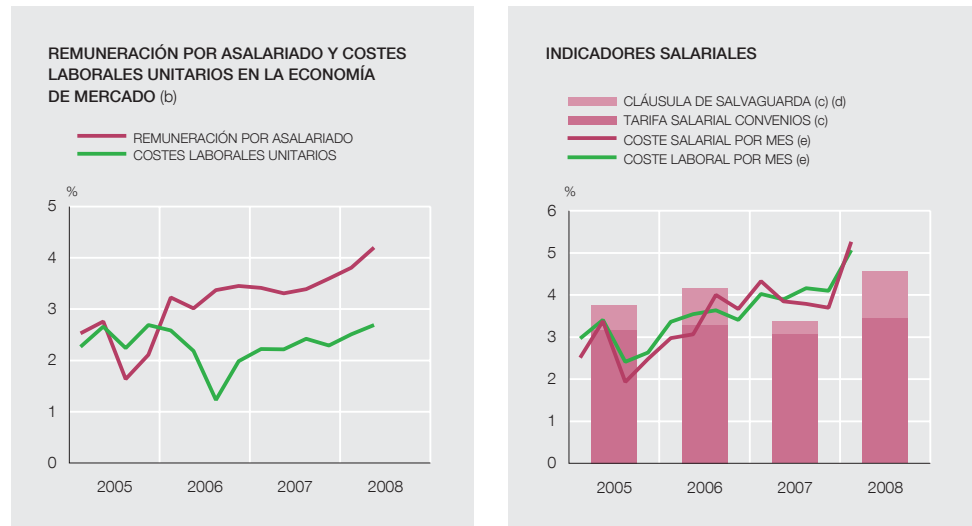
en los no destinados a la venta, hasta el 2,5% y el 3,6%, respectivamente (tasas inferiores en 0,5 y 1,1 pp a las del trimestre anterior). Los indicadores disponibles referidos al segundo trimestre apuntan a que tendría lugar destrucción de empleo tanto en la industria como en la construcción, mientras que se desaceleraría la creación de puestos de trabajo en los servicios. En este sentido, la información de la EPA referida al segundo trimestre confirma un descenso del empleo en la construcción del 7,9%, frente a la caída del 1,1% del primer trimestre, y una desaceleración en la industria, aunque a una tasa todavía positiva, del 0,9%, frente al 1,7% del trimestre anterior. Asimismo, el empleo en la agricultura siguió disminuyendo a tasas del -4,4%, frente al -6,8% del primer trimestre. Finalmente, la tasa de creación de empleo en los servicios de mercado se redujo en 2,4 pp, hasta el 2,6%.

Según la CNTR, tanto el empleo asalariado como el no asalariado moderaron su ritmo de avance en el primer trimestre de 2008, si bien la desaceleración fue más intensa en el primer colectivo, como suele ser habitual en fases de ralentización económica. En concreto, las tasas de avance disminuyeron en nueve y dos décimas, respectivamente, hasta situarse en el 1,9% y el 0,4% interanual. Según la EPA, no obstante, la pérdida de empuje de la generación de empleo en los primeros meses de 2008 fue relativamente similar entre ambos grupos de trabajadores, lo que permitió que la tasa de asalarización se mantuviera estabilizada en el 82,4%, apenas una décima por encima del valor observado hace un año.

De los datos de la EPA del segundo trimestre se desprende que la desaceleración del empleo afectó tanto a los trabajadores de nacionalidad española como a los extranjeros, si bien estos últimos mantuvieron una creación neta de empleo del 6,9%, frente al -0,75% de los nacionales. Por lo que respecta a la duración del contrato, el empleo indefinido mantuvo el elevado impulso del primer trimestre de 2008, con una tasa de crecimiento interanual del 4,1%, que fue, no obstante, 4 décimas inferior a la del trimestre precedente. Por su parte, los asalariados temporales acentuaron su ritmo de caída interanual hasta el -7,4%. Como resultado, la ratio de temporalidad se redujo de forma significativa en el trimestre, hasta el 29,4%, 2,6 pp inferior a la observada un año antes. Por último, tanto la contratación a tiempo parcial como a tiempo completo presentaron crecimientos positivos, aunque reducidos, del 0,37% y 0,27% en términos interanuales, respectivamente. Como consecuencia, la ratio de parcialidad se mantuvo en el 12%.

La población activa creció en el segundo trimestre de 2007 a una tasa interanual del 3,1%, 1 décima más que en el trimestre anterior. La tasa de actividad alcanzó el 59,8%, lo que supone un incremento interanual de casi 1 pp. Sin embargo, la población mayor de 16 años confirmó el ligero proceso de desaceleración mostrado en el primer trimestre, situándose en el 1,5%, una décima menos que lo observado tres meses antes. Atendiendo a la desagregación por sexos, el colectivo femenino continuó contribuyendo de forma más acentuada (4,6%) que el de los hombres (2%) al avance de la población activa en el segundo trimestre del año. En concreto, las tasas de participación se situaron en el 50,3%, 1,4 pp más que hace un año, entre las mujeres, y en el 69,6% entre los hombres, 3 décimas más que hace un año. Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera continuaron mostrando un dinamismo muy elevado, a pesar de la moderación observada en su avance interanual (12,6%, 9 décimas menos que la tasa observada un trimestre antes), mientras que los activos de nacionalidad española crecieron un 1,5% (frente al 1,3% del primer trimestre de 2008). Asimismo, se mantiene la elevada tasa de actividad de los extranjeros (76,7%).

Finalmente, la desaceleración en el ritmo de creación de empleo, unida al mantenimiento del dinamismo en la actividad, tuvo como contrapartida un crecimiento notable del desempleo en el segundo trimestre de 2008, que se cifrará en unas 621.000 personas respecto al mismo período del año anterior. Ello se tradujo en un incremento interanual del desempleo del 35,3%, con lo que la tasa de paro se situó en el 10,4%, 8 décimas superior a la del trimestre anterior.



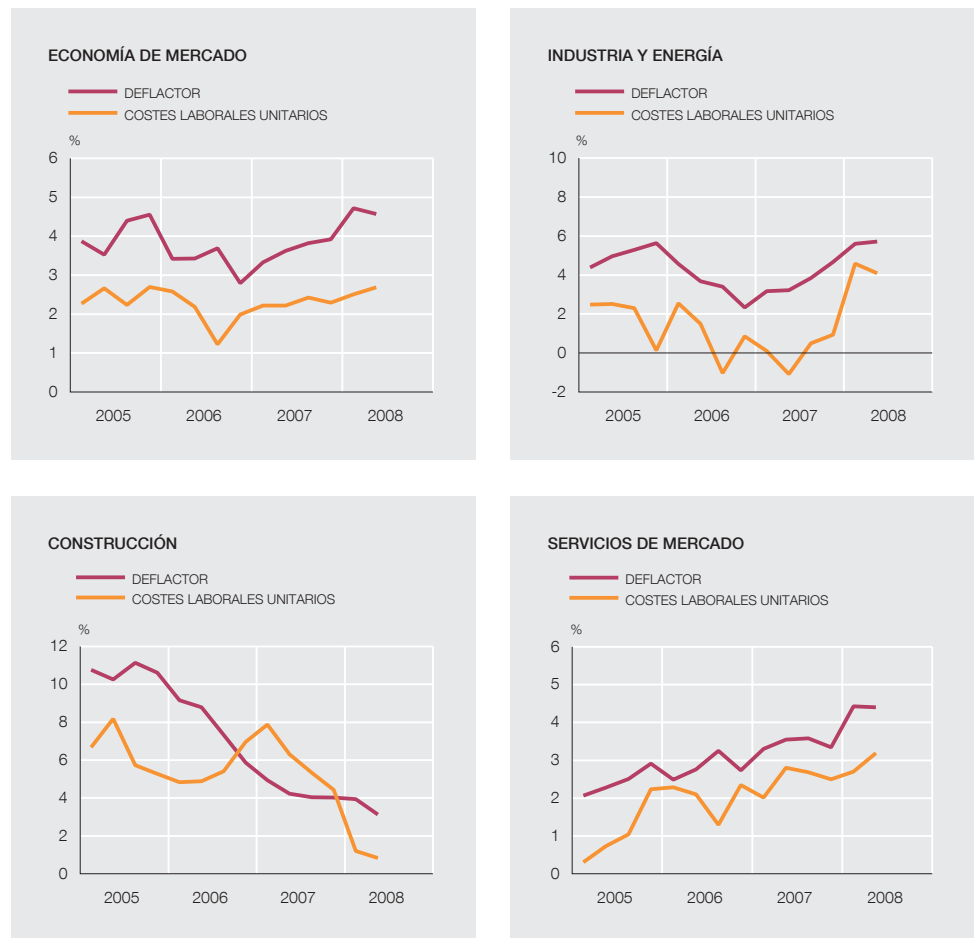
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo e Inmigración, y Banco de España.

- a. Tasas de variación interanuales.
b. Tasas calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.
c. Información de convenios colectivos hasta junio de 2008.
d. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
e. ETCL.

4.3 Costes y precios

Según las estimaciones de la CNTR, la remuneración por asalariado en el conjunto de la economía registró en el primer trimestre de 2008 un crecimiento del 3,9% interanual, superando en una décima al observado a finales de 2007 (véase gráfico 20). No obstante, este repunte salarial es inferior al que se desprende de la Encuesta Trimestral de Costes Laborales, según la cual la tasa de variación del coste salarial por trabajador y mes se incrementó en 1,1 pp, hasta el 5,1%, ritmo de avance más acorde con el aumento de las tarifas salariales negociadas para el año 2008 y el impacto estimado de las cláusulas de salvaguarda correspondientes a 2007.

La información disponible señala que la remuneración por asalariado podría haber repuntado nuevamente en el segundo trimestre. Los convenios firmados hasta el mes de junio, que afectan a 7,2 millones de trabajadores, recogen un aumento medio de las tarifas salariales del 3,5% para este año. Esta cifra, que resulta superior en casi seis décimas al incremento pactado en 2007 (sin considerar el impacto de la activación de la cláusula de salvaguarda), se sitúa por encima de las directrices acordadas en el Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva para 2008. Como suele ser habitual en momentos de deterioro de la situación inflacionista, los incrementos salariales pactados en los convenios de nueva firma han sido superiores a los incorporados en las revisiones de los convenios plurianuales (un 4,2% y un 3,4%, respectivamente), si bien la proporción de trabajadores acogidos a estos últimos es muy superior, acercándose al 95% del total. La estimación del impacto de las cláusulas de salvaguarda correspondientes a 2007 (que afectan en torno al 74% de trabajadores con convenio en dicho año) sobre los incrementos salariales de 2008 es de 1,1 pp, superando en ocho décimas al del pasado ejercicio, lo que es consecuencia de la elevada tasa de inflación observada a finales de 2007. Este hecho pone de relieve cómo los mecanismos de indicación salarial vigentes en España contribuyen a que aumentos transitorios de la inflación, como el provocado por el encarecimiento del petróleo, incidan negativamente sobre la evolución de los costes laborales, dificultando el ajuste de la economía ante una situación de cambio de ciclo como la actual.



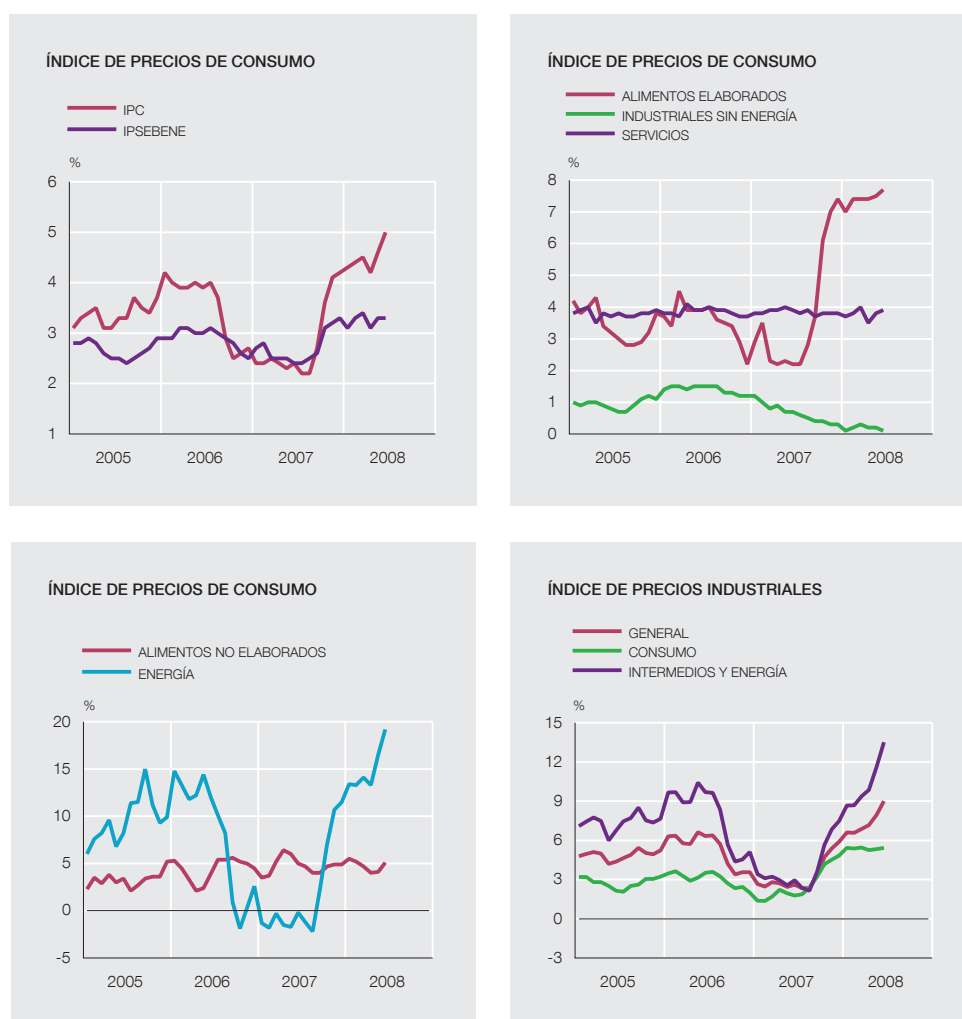
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

De acuerdo con la CNTR, la aceleración de la remuneración por asalariado en el primer trimestre del año fue similar en el total de la economía al repunte experimentado por la productividad, por lo que los costes laborales unitarios (CLU) mantuvieron un ritmo de crecimiento análogo al de finales de 2007, situándose en el 2,9% interanual. Sin embargo, en la economía de mercado los CLU aumentaron su ritmo de crecimiento en dos décimas, hasta el 2,5%, como fruto de la aceleración de la remuneración en un contexto de mantenimiento del avance de la productividad (véase gráfico 21). En el segundo trimestre de 2008 se espera que la remuneración por asalariado repunte en mayor medida que la productividad, de forma que los CLU volverían a acelerarse.

En el primer trimestre de 2008, el deflactor de la demanda final incrementó su tasa de aumento, hasta el 3,6%. Este repunte reflejó el incremento de 0,6 pp, hasta el 5,1%, de la tasa de avance del deflactor de las importaciones de bienes y servicios. El deflactor del PIB también intensificó su ritmo de crecimiento en el primer trimestre de 2008, aunque de forma más moderada, al aumentar un 3,1%, dos décimas más que en el cuarto trimestre de 2007. Este avance continuó siendo superior al registrado por los CLU, por lo que los márgenes continuaron ampliándose, a pesar de la debilidad de la demanda. Por el lado del gasto, el deflactor del consumo privado se aceleró en cuatro décimas, hasta el 3,1%, algo por debajo del repunte del IPC.

Los distintos indicadores de precios han prolongado a lo largo del segundo trimestre la tendencia alcista iniciada en la segunda mitad de 2007. Así, la tasa de variación interanual



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

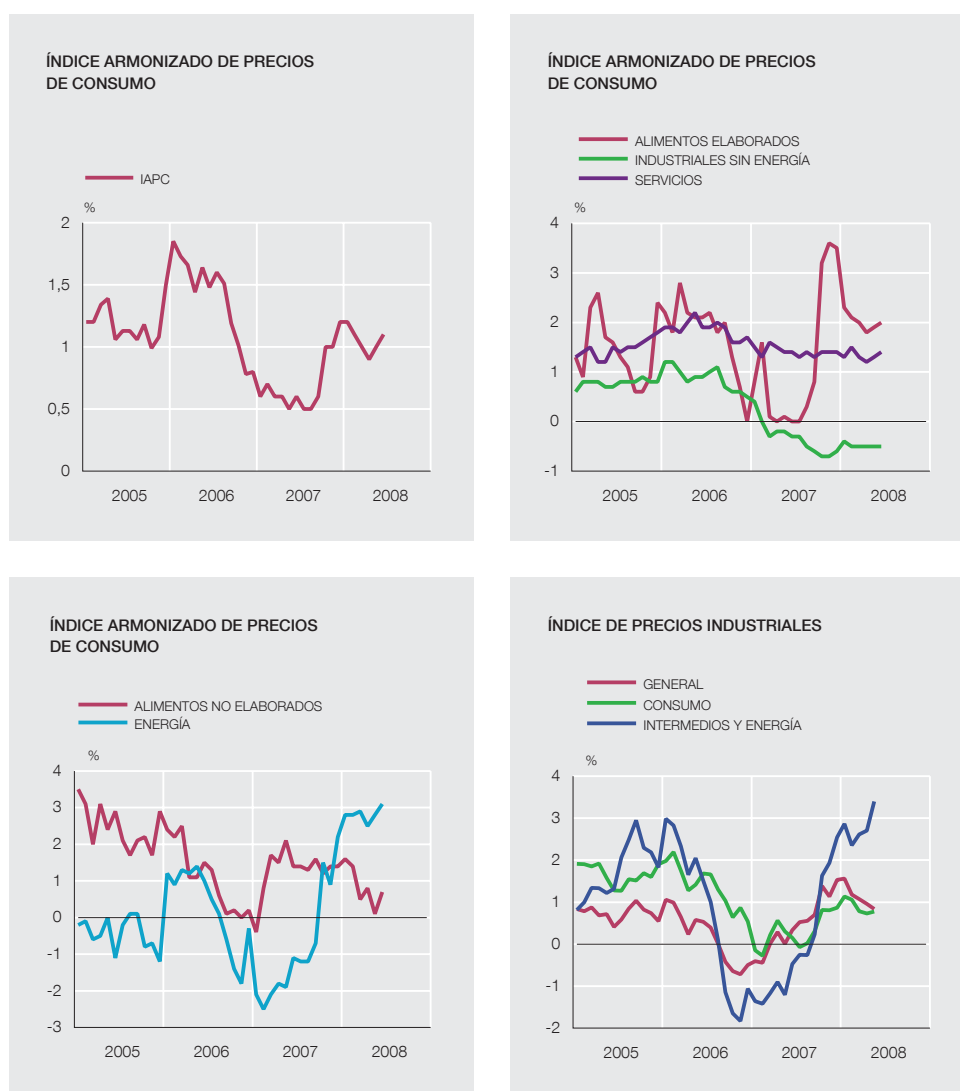
del IPC volvió a aumentar en el período abril-junio, hasta situarse en el promedio trimestral en el 4,6%, dos décimas más que en los tres primeros meses del año (véase gráfico 22). Este repunte refleja un perfil creciente de la inflación a lo largo del trimestre, hasta alcanzar en el mes de junio el 5%, tasa no observada desde julio de 1995. Esta evolución se explica por la significativa escalada de los precios de la energía y, en menor medida, de los precios de los alimentos elaborados. En efecto, por tercer trimestre consecutivo, los precios de los productos energéticos volvieron a registrar una aceleración significativa, hasta alcanzar una tasa de variación del 16,8% interanual, debido al considerable encarecimiento del crudo —el barril tipo *Brent* llegó a superar los 130 dólares en junio—. Los precios de los alimentos elaborados volvieron a repuntar en el trimestre, en esta ocasión en dos décimas, hasta el 7,5%. Mientras que las tasas de variación interanual de los precios del pan y los cereales, así como de las bebidas alcohólicas, continuaron aumentando en el segundo trimestre, los precios de la leche se moderaron, aunque siguieron registrando crecimientos interanuales muy elevados.

En cambio, tanto los precios de los alimentos no elaborados como los de los servicios moderaron su ritmo de crecimiento interanual en relación con el registrado en el trimestre

precedente —en seis y dos décimas, respectivamente—, aunque continuaron mostrando alzas muy elevadas —del 4,4% y del 3,7%, respectivamente—. La desaceleración del ritmo de avance de los precios de los alimentos no elaborados interrumpió la tendencia alcista que habían venido mostrando desde la segunda mitad de 2007. No obstante, en el mes de junio se produjo un nuevo repunte en el precio de algunos productos, como consecuencia del impacto de la huelga de pescadores y transportistas. En cuanto al precio de los servicios, aunque su tasa de variación interanual se redujo, esta mostró una tendencia creciente a lo largo del mismo, que es consecuencia, en parte, de la traslación al precio de determinados servicios, como el transporte aéreo o los precios de los viajes organizados, del aumento de costes inducido por el encarecimiento del petróleo. Finalmente, los precios de los bienes industriales no energéticos mantuvieron en el segundo trimestre el moderado crecimiento observado en los meses anteriores (en concreto, un 0,2% interanual). Esta evolución siguió viéndose favorecida por el continuado descenso en el precio de los automóviles y de los equipos de electrónica e informática, y por el impacto a la baja sobre el precio de determinados artículos —vestido y calzado— de la realización de ofertas y promociones especiales previas al inicio del período oficial de rebajas. Como consecuencia de la evolución de los distintos componentes, la tasa de variación interanual media del IPSEBENE en el segundo trimestre permaneció estable en el valor observado en los primeros meses del año (3,2%).

Al igual que en el caso del IPC, la inflación medida por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) repuntó en dos décimas en promedio del segundo trimestre, hasta el 4,7%, aunque en junio la tasa fue todavía más elevada (5,1%). En el conjunto de la UEM, el aumento de la tasa de inflación media trimestral fue de tres décimas, alcanzando el 3,6% (y el 4% en junio), por lo que el diferencial de inflación que mantiene España con la zona del euro se redujo en una décima en el conjunto del trimestre, situándose en 1 pp (véase gráfico 23). A estos desarrollos ha contribuido la significativa corrección que ha experimentado el diferencial en el caso de los precios de los alimentos, tanto elaborados como, especialmente, no elaborados, debida en este último caso a la moderación de la inflación de estos bienes en España. El diferencial de inflación de los servicios también se redujo, aunque en menor medida, mientras que el correspondiente a los bienes energéticos se mantuvo estabilizado en torno a los valores del trimestre precedente. También se mantuvo estable el diferencial —en este caso negativo— de inflación de los productos industriales no energéticos.

Finalmente, el índice de precios industriales (IPRI) mantuvo a lo largo del segundo trimestre de 2008 la senda de elevados crecimientos que se inició en los meses finales de 2007, alcanzando una tasa media interanual del 8%, 1,3 pp más que en el primer trimestre del año. El repunte se explica exclusivamente por el notable incremento de los precios de producción de los bienes energéticos, que crecieron un 21,1% en el segundo trimestre, frente al 13,8% del primero. En el resto de los componentes, los precios industriales tendieron a mantenerse estables, con una ligera moderación de los de consumo y equipo y un leve repunte de los intermedios. En el conjunto de la UEM, los precios industriales presentaron un ritmo de avance interanual del 7,1% en mayo, lo que permitió que el diferencial de inflación con la UEM se estrechara en ese mes, hasta situarse en 0,8 pp, tres décimas por debajo del valor de marzo. Los precios industriales de exportación e importación mostraron en mayo una cierta aceleración, hasta el 2,8% y 9,3%, respectivamente, como consecuencia de su componente energético, en tanto que en los restantes capítulos se observaron, en general, crecimientos mucho más moderados o incluso descensos de precios, como en el caso de los bienes de consumo duradero, tanto en la vertiente exportadora como importadora.



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

4.4 La actuación del Estado

Las cifras publicadas sobre la ejecución del presupuesto del Estado en el primer semestre, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional, muestran un marcado contraste con la evolución seguida en los últimos años, al registrarse un déficit de 4.683 millones de euros (0,4% del PIB) en el acumulado hasta junio de 2008, frente al superávit de 5.218 millones de euros (0,5% del PIB) del mismo período del año anterior. Este resultado se debió, fundamentalmente, a la caída de los recursos en un 4,8%, frente al incremento del 10% en los empleos. Aunque hay que tener en cuenta que, en términos estacionales, junio es uno de los meses que registran menores saldos en la cuenta del Estado, lo que llevaría a esperar una recuperación en los próximos meses, también hay que considerar que las cifras de este año no reflejan todavía el impacto de la nueva deducción para los contribuyentes del IRPF de hasta 400 euros, que solo empezará a manifestarse a partir del mes de julio, reduciendo la recaudación del segundo semestre.

En la misma dirección, los resultados en términos de caja reflejan un empeoramiento de la situación presupuestaria. El Estado registró un déficit de 2.065 millones de euros en la pri-

m€ y %								
	Liquidación 2007	Variación porcentual 2007/2006	Presupuesto inicial 2008	Variación porcentual 2008/2007	Liquidación ENE-MAR Variación porcentual 2008/2007	Liquidación		
						2007 ENE-JUN	2008 ENE-JUN	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	159.840	12,7	158.757	-0,7	1,1	69.126	65.624	-5,1
Impuestos directos	96.980	19,5	90.753	-6,4	9,6	32.003	33.398	4,4
<i>IRPF</i>	48.626	17,3	43.260	-11,0	8,7	21.445	24.378	13,7
<i>Sociedades</i>	44.823	20,5	44.420	-0,9	20,1	8.937	7.368	-17,6
Otros (a)	3.531	42,8	3.073	-13,0	8,1	1.621	1.651	1,9
Impuestos indirectos	48.445	0,2	53.363	10,2	-7,2	30.515	24.989	-18,1
<i>IVA</i>	33.752	-4,7	38.205	13,2	-9,5	23.567	18.192	-22,8
<i>Especiales</i>	11.468	15,9	11.661	1,7	2,5	5.386	5.243	-2,6
Otros (b)	3.224	7,2	3.497	8,5	6,3	1.561	1.554	-0,5
Otros ingresos	14.415	16,4	14.641	1,6	7,1	6.608	7.237	9,5
2 PAGOS NO FINANCIEROS	139.704	7,2	152.331	9,0	4,1	64.958	67.689	4,2
Personal	23.678	6,6	25.378	7,2	2,7	11.722	12.601	7,5
Compras	4.454	17,2	3.563	-20,0	-1,2	1.956	1.906	-2,5
Intereses	14.539	-6,9	16.631	14,4	14,6	6.521	7.519	15,3
Transferencias corrientes	77.680	7,6	83.372	7,3	3,0	36.467	38.111	4,5
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	3.100	—	—	—	—	—
Inversiones reales	10.106	11,8	10.588	4,8	0,0	4.601	4.452	-3,2
Transferencias de capital	9.248	23,5	9.699	4,9	-4,3	3.692	3.101	-16,0
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	20.135	—	6.426	—	—	4.168	-2.065	—
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL								
Recursos no financieros	165.171	12,2	157.166	-4,8	1,3	70.332	66.934	-4,8
Empleos no financieros	151.877	6,2	153.920	1,3	12,8	65.114	71.617	10,0
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN								
	13.294	—	3.246	—	—	5.218	-4.683	—
(en porcentaje del PIB)	1,3	—	0,3	—	—	0,5	-0,4	—

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

- a. Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.
b. Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

mera mitad de 2008, lo que contrasta con el superávit de 4.168 millones de euros registrado en el mismo período de 2007 (véase cuadro 3)². Este cambio se explica principalmente por la caída que están experimentando los ingresos impositivos, que refleja tanto la incidencia de la desaceleración de la economía sobre la recaudación como el impacto de las medidas aprobadas por el Gobierno, algunas de las cuales ya han comenzado a aplicarse. A la luz de la evolución observada de los ingresos y de las perspectivas para el segundo semestre, cabe esperar que, para el conjunto de 2008, se registren desviaciones significativas entre la recaudación realizada y la presupuestada. Por el contrario, la ejecución presupuestaria de la Seguridad Social muestra una notable mejora en su saldo, según se describe en el recuadro 4.

2. La diferente evolución entre el saldo en términos de caja y en términos de Contabilidad Nacional responde principalmente a los ajustes por el diferente criterio de imputación de los intereses y por la variación de los derechos y obligaciones pendientes.

El Sistema de la Seguridad Social presentó hasta abril de 2008 un superávit no financiero de 11.301 millones de euros, superior en un 16,8% al registrado en el mismo período del año precedente. Los ingresos no financieros aumentaron un 11,4% hasta abril respecto al mismo mes de 2007, mientras que el incremento registrado por los pagos ascendió a un 9,5% (véase cuadro adjunto).

Los ingresos por cotizaciones sociales experimentaron un aumento hasta abril del 7,7%, situándose ligeramente por encima del incremento presupuestado para el conjunto de 2008. La pérdida de dinamismo del mercado de trabajo quedó plasmada en la reducción del número de afiliados a la Seguridad Social, por primera vez desde 1994, en un 0,9% en la primera mitad del año.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas creció un 7,8% hasta abril, por encima de lo presupuestado para el conjunto del año. En los seis primeros meses de 2008 el número de pensiones contributivas viene mostrando ritmos de avance (del 1,4%) similares

a los del año anterior (de un 1,3% para el conjunto de 2007). Por su parte, el gasto en incapacidad temporal creció a un ritmo del 7,1% hasta abril, situándose también por encima de la previsión presupuestaria para 2008.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), todavía no se dispone de información sobre los ingresos del año 2007. Por su parte, el crecimiento del gasto destinado a prestaciones por desempleo experimentó una acusada aceleración en lo que va de año, registrando un incremento del 21,2% en tasa interanual hasta mayo de 2008. La tasa de cobertura en ese mismo mes se situó en el 70,4%, algo menos de cuatro puntos por encima de la registrada en el mismo mes de 2007. El número de beneficiarios aumentó, con datos hasta mayo, un 28,1% frente al mismo mes del año anterior, mientras que el paro registrado creció un 21,4% en tasa interanual en el mismo período. La última información disponible sobre el paro registrado muestra una nueva aceleración, hasta el 23,9%, en el primer semestre del año, en línea con la pérdida de vigor del mercado de trabajo.

SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas (b).

Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos

m€ y %

	Presupuesto			Liquidación ENE-ABR		
	2007	2008	% variación	2007	2008	% variación
	1	2	3 = 2/1	4	5	6 = 5/4
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	106.142	114.081	7,5	36.592	40.767	11,4
1.1 Cotizaciones sociales	97.942	105.107	7,3	33.680	36.262	7,7
1.2 Transferencias corrientes	5.963	6.796	14,0	2.041	3.322	62,8
1.3 Otros	2.237	2.177	-2,7	870	1.182	35,8
2 PAGOS NO FINANCIEROS	98.390	106.048	7,8	26.915	29.466	9,5
2.1 Personal	2.253	2.412	7,1	658	704	7,0
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.807	1.978	9,5	487	503	3,4
2.3 Transferencias corrientes	93.743	101.056	7,8	25.721	28.156	9,5
<i>Pensiones contributivas</i>	<i>80.099</i>	<i>86.041</i>	<i>7,4</i>	<i>22.098</i>	<i>23.820</i>	<i>7,8</i>
<i>Incapacidad temporal</i>	<i>7.313</i>	<i>7.716</i>	<i>5,5</i>	<i>1.947</i>	<i>2.085</i>	<i>7,1</i>
<i>Resto</i>	<i>6.331</i>	<i>7.300</i>	<i>15,3</i>	<i>1.677</i>	<i>2.251</i>	<i>34,3</i>
2.4 Otros	588	601	2,2	49	103	111,0
3 SALDO NO FINANCIERO	7.752	8.033	3,6	9.677	11.301	16,8

FUENTES: Ministerios de Hacienda y de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues los correspondientes a las Otras Administraciones de Seguridad Social no estarán disponibles hasta octubre de 2008.

b. Las transferencias del ISM a las Comunidades Autónomas para financiar la sanidad y los servicios sociales asumidos se han distribuido entre los diferentes capítulos de gasto según los porcentajes resultantes de las Cuentas de las Administraciones Públicas para 1997.

Para el análisis de la evolución de los ingresos se cuenta con la información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asignada al Estado como de la que corresponde a las Administraciones Territoriales de régimen común. De acuerdo con esa información, en el primer semestre de 2008 los ingresos descendieron un 0,9% en comparación con el mismo período del año anterior, principalmente por la negativa evolución de la recaudación procedente del IVA y del impuesto de sociedades. Por el contrario, el IRPF continuó dando muestras de vigor, con un crecimiento del 14,9%, sostenido principalmente por los ingresos por las retenciones sobre las rentas del trabajo y del capital mobiliario, que aumentaron un 9,8% y un 36,8%, respectivamente. En los próximos meses, sin embargo, es de esperar que la mencionada deducción en el IRPF provoque una notable desaceleración de esta figura impositiva. Por su parte, el impuesto sobre sociedades, tras el primer pago a cuenta, experimentó una fuerte caída, del 17,6%, debida tanto al empeoramiento de las bases imponibles como al impacto de la segunda rebaja del tipo impositivo general para las grandes empresas (del 32,5% al 30%) y del cambio en el método de cálculo de los pagos a cuenta³. Entre los impuestos indirectos, cabe destacar la caída de la recaudación por IVA, con una tasa del -14,2% con respecto al primer semestre del año anterior. En este caso, su evolución obedece tanto al impacto de la desaceleración económica, como al adelanto en las devoluciones y al cambio en el tratamiento de los grupos de empresas, que les permite compensar saldos que se han de ingresar y que se han de devolver de las distintas sociedades que los componen (lo que equivale, de hecho, a un adelanto adicional en la realización de las devoluciones). Por su parte, los impuestos especiales mostraron un aumento muy moderado, que se debió al descenso en la recaudación por el impuesto sobre hidrocarburos, que refleja la reducción del consumo ante el aumento del precio de los carburantes. Los capítulos agregados en la rúbrica de Otros ingresos (que se recoge en el cuadro 3) registraron un crecimiento relativamente elevado, que se explica, en parte, por la participación en los beneficios del Banco de España y por la diferencia entre los valores de reembolso y emisión de la deuda pública.

Los pagos de caja del Estado aumentaron un 4,2% interanual hasta junio, por debajo de la previsión presupuestaria, que apunta a un crecimiento del 9% en el conjunto de 2008. Mientras que los gastos de personal y de intereses presentaron tasas de incremento superiores a las presupuestadas para el conjunto del año, los pagos en concepto de transferencias corrientes (en su mayor parte dirigidas a otras Administraciones Públicas) se mostraron más moderados. No obstante, dadas las cifras presupuestadas, cabría esperar una aceleración de estos gastos en los próximos meses.

4.5 Balanza de Pagos y cuenta de capital

La necesidad de financiación de la economía española (esto es, el déficit conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital) se situó en los primeros cuatro meses del año 2008 en 38.260 millones de euros, lo que supone un aumento del 13% en comparación con el mismo período del año anterior, tasa todavía elevada pero inferior a las observadas en los últimos ejercicios. Esta ampliación del desequilibrio exterior reflejó el deterioro del saldo por cuenta corriente, cuyo déficit se incrementó un 15,5% en términos interanuales, hasta situarse en 40.720 millones de euros. Este incremento del desequilibrio por cuenta corriente se explicó, fundamentalmente, por los aumentos en el déficit energético y, en menor medida, en el saldo negativo de las transferencias corrientes, que más que compensaron las mejoras observadas en el déficit no energético, en el superávit de servicios y en el déficit de rentas. El superávit de la cuenta de capital mejoró notablemente, en un 77,9%, hasta 2.460 millones de euros.

3. El objetivo de esta medida es posponer los efectos fiscales de los ajustes contables sobre dichos pagos derivados de la aplicación del nuevo Plan General Contable.

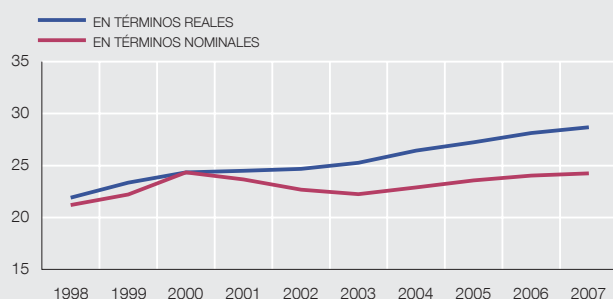
La creciente internacionalización de las economías no solo ha potenciado los intercambios comerciales a nivel mundial, sino que ha introducido cambios importantes en su composición. Concretamente, las exportaciones de los países en vías de desarrollo hacia las economías industrializadas han mostrado una tendencia creciente a lo largo de la última década, en especial, las de bienes de consumo —por los menores niveles de precios en los primeros— y las de bienes intermedios no energéticos —por la fragmentación espacial de los procesos productivos hacia países con menores salarios—. En consecuencia, se ha producido un aumento generalizado del grado de penetración de las importaciones en los países desarrollados, al que España no ha sido ajena.

Según los datos de la Contabilidad Nacional de España, la penetración de las importaciones de bienes y servicios ha experimentado un cierto avance desde finales de los años noventa hasta la actualidad (véase gráfico 1). El porcentaje que representan las importaciones totales, en términos nominales, sobre la demanda final alcanzó en 2007 un 24,1%, en torno a tres puntos por encima de su valor en 1998. Este incremento es muy superior cuando se consideran las cifras en términos reales, al situarse dicho porcentaje en el 28,7% en 2007, frente al 21,9% del año 1998.

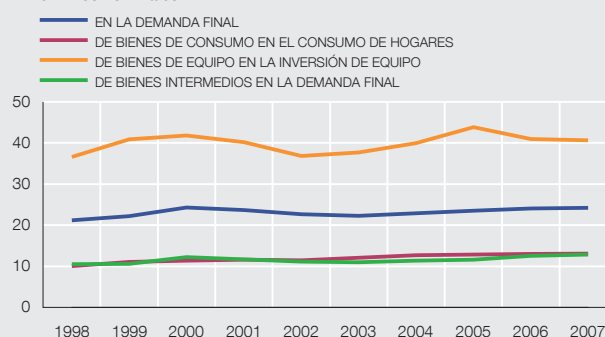
Una primera aproximación a la relevancia de las importaciones en cada uno de los componentes de la demanda final podría obtenerse a partir de los datos de comercio exterior de Aduanas, que facilita información desagregada por tipo de bienes según grupos de utilización (véase gráfico 2). Según estos datos, que, no obstante, han de tomarse con cautela, pues combinan la información procedente de dos fuentes estadísticas distintas, las importaciones de bienes de consumo finales, en términos nominales, han aumentado su peso en el consumo final de los hogares desde el año 1998 al año 2007 en 3 pp, hasta situarse en el 13,1% (en 5,4 pp, en términos reales, hasta el 15,5%). También las importaciones de bienes de equipo han incrementado, en términos nominales, su peso en el total de la inversión en equipo, en 4 pp a lo largo del periodo considerado, situándose en el 40,7% en 2007 (en 12,7 pp, en términos reales, hasta el 49,3%).

No obstante, los datos anteriores no tienen en consideración los *inputs* intermedios importados que se utilizan en los procesos productivos domésticos y que, una vez transformados, se contabilizan como parte de la producción nacional, por lo que esa aproximación, especialmente en un contexto donde la fragmentación de la producción cobra mayor relevancia, estaría infraestimando el contenido importador de cada componente de la demanda final. El peso de los

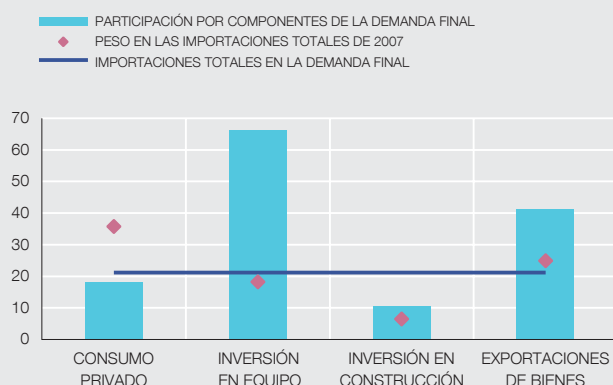
1 PENETRACIÓN DE IMPORTACIONES EN LA DEMANDA FINAL
Bienes y servicios



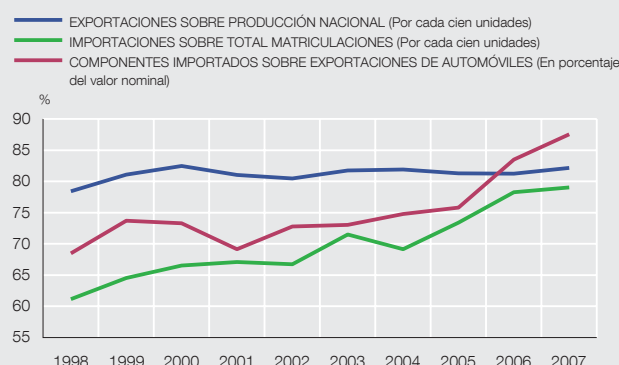
2 PENETRACIÓN DE IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS
En términos nominales



3 PARTICIPACIÓN DE LAS IMPORTACIONES EN LOS PRINCIPALES COMPONENTES DE LA DEMANDA FINAL. AÑO 1998



4 COMERCIO EXTERIOR DE AUTOMÓVILES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Hacienda, ANFAC, DGT y Banco de España.

bienes intermedios importados en el total de la demanda final es significativo y, además, ha aumentado desde el año 1998 en 2,4 pp, en términos nominales, hasta el 12,9% (en 3,1 pp, hasta un 13,8%, en términos reales). Para asignar las importaciones de bienes intermedios a los distintos componentes de la demanda final es necesario recurrir al Marco *Input-Output* de la Contabilidad Nacional de España, que proporciona información para estimar el destino final de esas importaciones. Los resultados a partir de dicha información para el año 1998, último para el que se ha explotado dicho Marco con este objetivo, se presentan en el gráfico 3¹.

Como cabría esperar, al realizar este ajuste, el contenido importador de los distintos componentes de la demanda aumenta en comparación con el obtenido directamente de las cifras de Aduanas y de los componentes de la Contabilidad Nacional. Según estos datos, la inversión en equipo era en 1998 el componente de la demanda que presentaba un contenido importador más elevado (un 66,3%), seguido de las exportaciones de bienes (41,2%) —muy superior en ambos casos al peso de las importaciones totales en la demanda final (21,2%)— y, a más distancia, por el consumo final de los hogares (18,2%). Una vez redistribuidos los consumos intermedios importados entre los componentes de la demanda final y aplicando estas ponderaciones a las cifras del año 2007, se obtiene que en dicho año las importaciones totales se destinaron principalmente al consumo

privado (un 35,7%), en menor medida a las exportaciones de bienes (24,9%) y, finalmente, a la inversión en equipo (18,3%).

Estos datos reflejan que, a la hora de explicar el elevado contenido importador de la demanda final en España, junto con factores como los que se mencionaron en la introducción (principalmente, la penetración en el mercado español de productos procedentes de las economías emergentes), hay que acudir a otros, como son la creciente demanda de bienes y servicios de mayor valor añadido, consecuencia del mayor nivel de renta per cápita de los hogares², la dependencia de las empresas españolas de la tecnología importada, así como la importancia de *inputs* energéticos importados. Finalmente, hay que tener en cuenta el peso que tienen en la estructura exportadora sectores como el del automóvil, que utilizan una proporción muy elevada de bienes intermedios procedentes del exterior. En relación con este último sector, el gráfico 4 ilustra este extremo. Se observa que las importaciones de componentes de automóviles —*inputs* intermedios del sector de la automoción— muestran una correlación elevada y positiva respecto a la situación del sector, ya que han presentado tasas de crecimiento superiores, en los últimos años, a las registradas por las exportaciones de automóviles —un 80% de la producción doméstica de automóviles se dirige al mercado exterior—. En definitiva, diversos factores relacionados con la creciente globalización, que han afectado en mayor o menor medida a todas las economías, junto con otros específicos al caso español, parecen explicar el aumento del grado de penetración de las importaciones en los últimos años.

1. La realización de estos cálculos no es inmediata, de ahí que la explotación del Marco *Input-Output* se realice con cierto retraso. Recientemente, el INE ha publicado la Tabla de Origen y Destino (TOD) del año 2004 y ha revisado las ya publicadas para los años 2000 y 2001. Los primeros resultados que se obtienen con esta información no difieren sustancialmente de los que se presentan en este artículo.

2. Con datos de la Contabilidad Nacional de España para el período 2000-2005, los gastos en consumo final de los hogares que más crecieron en términos reales fueron comunicaciones, equipos y accesorios audiovisuales y de procesamiento de la información, medicamentos y gastos de turismo en el exterior.

En los cuatro primeros meses de 2008, el déficit de la balanza comercial se incrementó en 4.865 millones de euros sobre el nivel registrado en el mismo período del año anterior, hasta alcanzar la cifra de 31.653 millones de euros (un 18,2% superior al acumulado hasta abril de 2007). Esta tasa, aunque similar a la observada en el cuarto trimestre del último ejercicio, resulta sensiblemente superior a la registrada en el conjunto del año pasado. A pesar de que, según los datos de Aduanas, las exportaciones de bienes en términos reales intensificaron su ritmo de crecimiento entre enero y abril de 2008, las importaciones continuaron registrando tasas de crecimientos más elevadas, impulsadas por las compras de productos energéticos. El empeoramiento de la relación real de intercambio contribuyó a ampliar el diferencial entre las tasas de crecimiento de las exportaciones y las importaciones en términos nominales (que fueron del 9,9% y 12%, respectivamente) y, por tanto, a deteriorar adicionalmente el saldo comercial. A diferencia de lo acontecido en el año anterior, la factura energética, que se incrementó significativamente en el primer cuatrimestre de 2008, explicó la totalidad de la ampliación del déficit comercial nominal, en un contexto de aumento significativo de las importaciones netas de los productos energéticos en términos reales. Por el contrario, el desequilibrio del comercio no energético disminuyó en términos nominales.

Millones de euros		ENERO-ABRIL	
		2007	2008
INGRESOS	Cuenta corriente	109.198	119.923
	<i>Mercancías</i>	61.519	67.652
	<i>Servicios</i>	26.010	28.334
	— Turismo	10.488	10.804
	— Otros servicios	15.522	17.530
	<i>Rentas</i>	16.027	19.131
	<i>Transferencias corrientes</i>	5.642	4.806
	Cuenta de capital	2.212	2.884
	Cuentas corriente + capital	111.410	122.807
PAGOS	Cuenta corriente	144.443	160.643
	<i>Mercancías</i>	88.307	99.304
	<i>Servicios</i>	21.979	23.485
	— Turismo	4.208	4.401
	— Otros servicios	17.771	19.085
	<i>Rentas</i>	24.912	27.812
	<i>Transferencias corrientes</i>	9.245	10.041
	Cuenta de capital	829	424
	Cuentas corriente + capital	145.272	161.066
SALDOS	Cuenta corriente	-35.245	-40.720
	<i>Mercancías</i>	-26.788	-31.653
	<i>Servicios</i>	4.031	4.849
	— Turismo	6.281	6.403
	— Otros servicios	-2.249	-1.554
	<i>Rentas</i>	-8.885	-8.681
	<i>Transferencias corrientes</i>	-3.603	-5.235
	Cuenta de capital	1.383	2.460
	Cuentas corriente + capital	-33.862	-38.260

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

La balanza de servicios arrojó en los cuatro primeros meses de 2008 un superávit de 4.849 millones de euros, un 20,3% superior al acumulado en el mismo período de 2007. Esta ampliación se explicó por la modesta mejora del superávit de turismo, del 2%, hasta alcanzar 6.403 millones de euros, y, en mayor medida, por la corrección del déficit del resto de servicios, del 30,9%, situándose en 1.554 millones de euros. Los ingresos turísticos nominales aumentaron un 3% en el conjunto del cuatrimestre, tasa inferior tanto a la del último trimestre de 2007 como a la del conjunto de ese año (del 4,5% y 3,6%, respectivamente). Por su parte, los pagos turísticos se desaceleraron, aumentando un 4,6% interanual, en consonancia con la evolución de sus principales determinantes y, en particular, con la pérdida de empuje del gasto de los hogares. En cuanto al resto de servicios, en el primer cuatrimestre el dinamismo de los ingresos fue más pronunciado que el de los pagos (con tasas de crecimiento del 12,9% y 7,4%, respectivamente), lo que permitió que el déficit de esta rúbrica se redujera considerablemente.

A diferencia de lo que ha venido sucediendo en los últimos años, el saldo negativo de la balanza de rentas disminuyó ligeramente en el primer cuatrimestre de 2008, un 2,3% en términos interanuales, hasta situarse en 8.681 millones de euros. Este descenso se explica por el mayor dinamismo de los ingresos que de los pagos, aunque ambos flujos registraron creci-

mientos notables (del 19,4% y 11,6%, respectivamente). Por instrumentos, la notable mejora del superávit de las rentas netas por operaciones de inversión directa contrarrestó la ampliación de los saldos negativos de la otra inversión y, particularmente, de la inversión de cartera. El aumento del superávit de rentas de la inversión exterior directa reflejó la favorable evolución de los ingresos percibidos por los otros sectores residentes en concepto de dividendos y de la disminución de los correspondientes pagos. Por el contrario, el saldo negativo de la balanza de transferencias corrientes se amplió un 45,3% interanual en el primer cuatrimestre de 2008 respecto al mismo período del ejercicio anterior, situándose en 5.235 millones de euros. Esta evolución se explica tanto por el retroceso de los ingresos (–14,8% interanual), como por el avance de los pagos (8,6% interanual). Los primeros estuvieron condicionados particularmente por la disminución de los ingresos comunitarios en concepto de FEAGA y de los impuestos percibidos por las AAPP. Por su parte, el crecimiento de los pagos reflejó el aumento que experimentaron los efectuados por el sector público a la UE —especialmente los correspondientes al recurso RNB, que contrarrestaron la caída registrada por los recursos propios tradicionales—, mientras que los pagos por remesas de emigrantes descendieron ligeramente (un –1,5%).

5 Evolución financiera

5.1 Rasgos más destacados

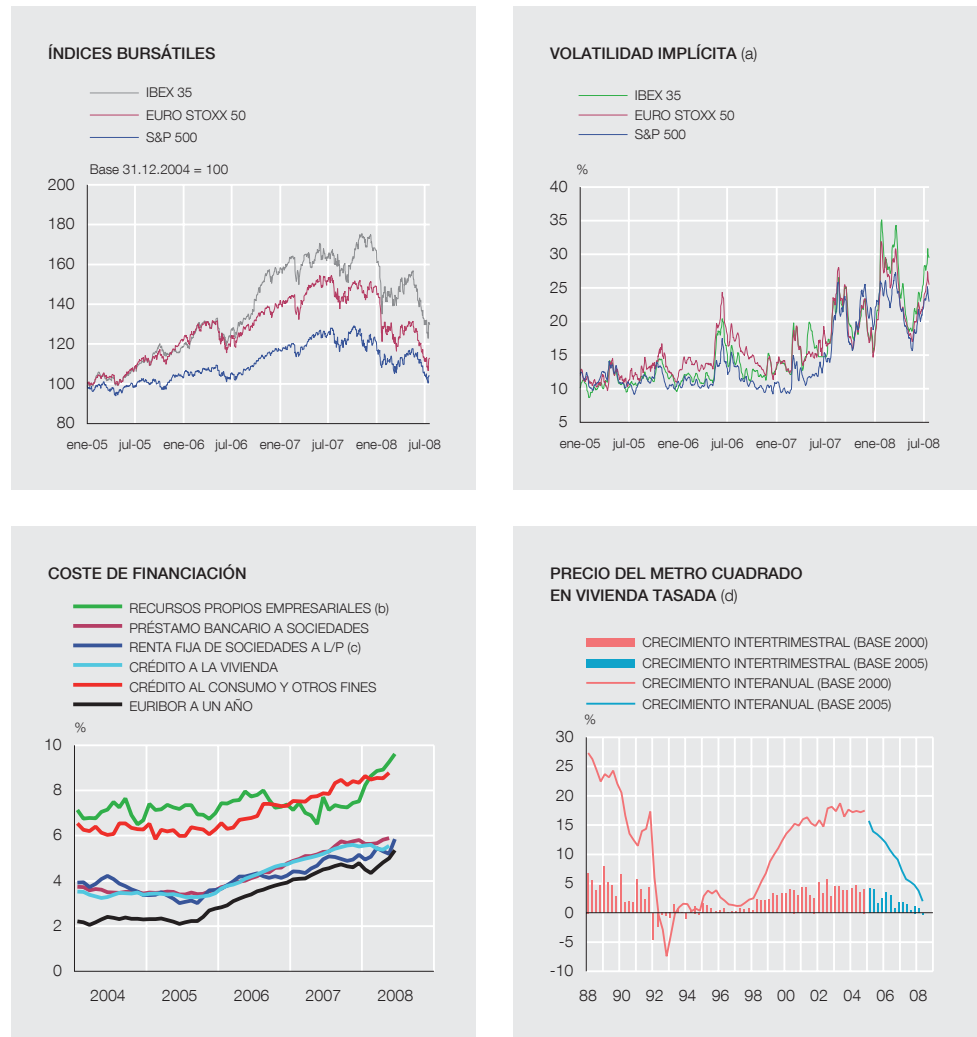
Durante el segundo trimestre de 2008 volvieron a aumentar las rentabilidades negociadas en los mercados interbancarios, tendencia que fue especialmente marcada en los plazos más largos. Así, el EURIBOR a un año se situaba en el 5,4% a finales de junio, 0,7 pp por encima del dato que se observó tres meses antes, y ha permanecido en torno a esa cota desde entonces hasta la fecha de cierre de este Informe. En esta ocasión, el repunte estuvo ligado a la revisión al alza en el nivel futuro previsto por el mercado de los tipos de interés oficiales del Eurosistema —que aumentaron en 25 pb a principios de julio—, y no a una intensificación de las turbulencias, ya que el diferencial con las operaciones al mismo horizonte con garantías (Eurepo) se redujo ligeramente durante este período, situándose el día 21 de julio alrededor de los 80 pb, casi 10 pb menos que a finales de marzo.

También se elevó la rentabilidad de la deuda pública, siendo el ascenso especialmente significativo en el caso de los títulos con vencimiento a cinco años (más de 1 pp). Por otra parte, durante abril y la primera quincena de mayo se observó una cierta recuperación en los mercados bursátiles (aumentos en las cotizaciones y reducciones en la volatilidad), y una disminución en los diferenciales crediticios (véase gráfico 24). Sin embargo, estas tendencias se invirtieron posteriormente. De este modo, el 21 de julio, el IBEX 35 acumulaba en este ejercicio unas pérdidas del 22%, muy por encima de las registradas por el S&P 500 (14%), pero algo inferiores a las del EURO STOXX amplio (24%), y las primas de los derivados crediticios volvían a rebasar los niveles de finales de 2007.

La información más reciente relativa a las condiciones de financiación del sector privado apunta a un nuevo endurecimiento. Así, entre marzo y mayo, último mes disponible, los tipos de interés de las nuevas operaciones crediticias con los hogares para consumo y otros fines y con las sociedades no financieras aumentaron algo más de 20 pb, hasta situarse en el 8,78% y 5,89%, respectivamente, mientras que el de la deuda destinada a la adquisición de vivienda, que recoge con un cierto retraso los movimientos en las rentabilidades negociadas en los mercados interbancarios, tuvo un ascenso menor (12 pb, hasta el 5,55%). Además, hay que tener en cuenta que estas cifras no recogen todavía el repunte de junio en los tipos EURIBOR. También se elevó el coste de captación de fondos de las empresas mediante valores de renta fija y el de los recursos propios. Por otra parte, de acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) de abril, las entidades esperaban aplicar unos criterios de concesión más estrictos durante el segundo trimestre del año.

En el mercado inmobiliario, de acuerdo con los últimos datos proporcionados por el Ministerio de Vivienda, entre marzo y junio se mantuvo la pauta de desaceleración en el precio de la vivienda libre, que habría llevado a que, por primera vez en los últimos años, se registrase una ligera disminución con respecto al trimestre previo (del 0,3%). En términos interanuales, la tasa de avance del valor de estos activos continuó siendo positiva (2%, 1,8 pp menos que en marzo).

En este contexto, y en línea con la evolución observada para sus determinantes, durante los últimos meses se ha mantenido el proceso de desaceleración de la deuda del sector privado que se venía observando en los trimestres precedentes. En el caso de las familias, el crecimiento interanual de sus pasivos fue, en mayo, algo inferior al 10%, casi 1 pp menos que en marzo. El ritmo de avance de los recursos ajenos de las sociedades se redujo en mayor medida (más de 3 pp), situándose en ese mismo período en el entorno del 12%. Las tasas inter-



FUENTES: Bloomberg, Credit Trade, Datastream, MSCI Blue Book, Ministerio de Vivienda y Banco de España.

a. Medias móviles de cinco días.

b. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.

c. El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo swap del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.

trimestrales anualizadas apuntan a incrementos inferiores en la financiación recibida por ambos sectores, que se situarían alrededor del 7% y del 8%, respectivamente (véase recuadro 6). La información más reciente del crédito por finalidades productivas, correspondiente al primer trimestre, muestra que esta ralentización ha sido particularmente acusada en los préstamos ligados al sector residencial. Así, la velocidad de expansión del captado por las actividades inmobiliarias y la construcción se redujo en casi 7 pp y en algo más de 2 pp, respectivamente, aunque continúa en registros elevados —en torno al 18% y al 12%—. Por el contrario, se mantuvo el dinamismo de los fondos destinados al sector industrial y al resto de ramas de servicios.

La desaceleración de los pasivos de familias ha contribuido a la estabilización de la ratio de endeudamiento en relación con la renta bruta disponible (RBD) del sector durante los primeros meses de 2008, mientras que la carga financiera asociada muestra todavía un perfil ascen-

La financiación recibida por el sector privado no financiero es una variable muy relevante en el análisis de la coyuntura económica y en la valoración de las perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo, ya que la evolución de este indicador suele guardar cierta relación con el curso del gasto de los hogares y las sociedades, en la medida en que una parte importante de estos fondos tiende a destinarse a consumo e inversión en activos reales.

La disponibilidad de información con frecuencia mensual de la financiación permite la obtención tanto de tasas de crecimiento cortas (mensuales o trimestrales) como largas (anuales). La principal ventaja de la primera de estas alternativas es que utiliza exclusivamente los datos más recientes, de modo que los cambios de perfil tienden a captarse con mayor celeridad. No obstante, la existencia de estacionalidad, los efectos de calendario y la elevada variabilidad de los flujos mensuales dificultan la extracción de señales sobre la tendencia de estas series. Aunque existen herramientas estadísticas y económicas que permiten tratar algunos de estos problemas, estos procedimientos están sujetos a un error de estimación.

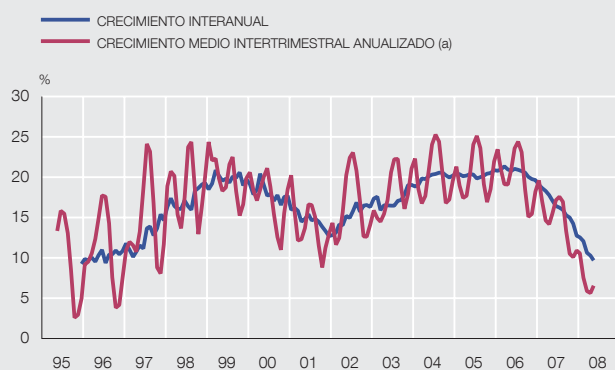
Por todo lo anterior, en el Banco de España el análisis de la evolución de la financiación se basa principalmente en el crecimiento interanual de esta variable. Esto tiene como principal ventaja que evita los problemas de estacionalidad y reduce los efectos de calendario y de elevada volatilidad en las series (pues los movimientos atípicos al alza de un mes tienden a ser compensados por otros en la dirección contraria en otros períodos), con lo que se obtienen unas medidas mucho más estables, minimizando el riesgo de extraer señales erróneas o mensajes cambiantes de un mes a otro. Sin embargo, el inconveniente de esta aproximación es que, en momentos en los que se producen cambios de tendencia, la información contenida en las tasas largas los recogerá con un cierto retraso. En concreto, en los períodos en los que los fondos ajenos captados por el sector privado se desaceleran, las tasas largas tenderán a ser más elevadas que las

cortas, y lo contrario ocurre durante las etapas de aceleración de este agregado. En estos contextos, la utilización de indicadores basados en variaciones trimestrales o mensuales puede ser un complemento útil a los que se calculan a partir de los movimientos interanuales, si bien su evolución debe valorarse con cierta cautela, dados los problemas que presentan.

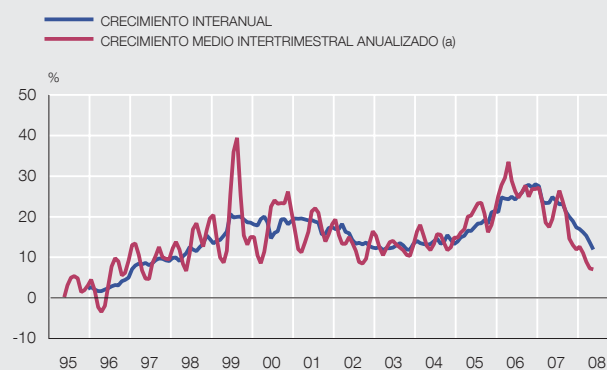
En los gráficos 1 y 2 se presenta, respectivamente, el crecimiento de la financiación de los hogares y las sociedades, utilizando tanto tasas cortas (medidas como la variación anualizada del saldo medio de la financiación en el último trimestre con respecto al existente en los tres meses anteriores) como largas (crecimiento interanual). Se aprecia claramente cómo las series basadas en las tasas largas son mucho más estables que las cortas, en línea con lo que se ha comentado anteriormente. En ambos casos, se observa un perfil de desaceleración de la deuda de las familias y las empresas que se inició a mediados de 2006 en el primer caso y a comienzos de 2007 en el segundo. Esta moderación, que se produce después de una larga fase en la que estas variables habían venido avanzando a ritmos muy elevados (superiores al 20%), habría venido propiciada tanto por factores de demanda como de oferta, como apuntan las encuestas de préstamos bancarios elaboradas durante este período.

Por otra parte, los datos más recientes evidencian que las tasas cortas se encuentran por debajo de las largas, lo que es coherente con la etapa actual de desaceleración. En concreto, en mayo el ritmo de avance interanual de la financiación se situaba alrededor del 10% y del 12% en el caso de los hogares y las sociedades, respectivamente, frente a un crecimiento medio intertrimestral anualizado en el entorno del 7% y del 8%. Estas últimas cifras se encuentran ya próximas a la expansión del PIB nominal, con lo que las ratios de endeudamiento agregadas de las familias y las empresas se están estabilizando, tras una larga fase de fuerte incremento.

1 FINANCIACIÓN A HOGARES. TASAS DE CRECIMIENTO



2 FINANCIACIÓN A SOCIEDADES. TASAS DE CRECIMIENTO



FUENTE: Banco de España.

a. Calculado como la tasa de crecimiento del saldo medio de los últimos tres meses frente al de los tres anteriores y anualizado usando la fórmula de capitalización compuesta.

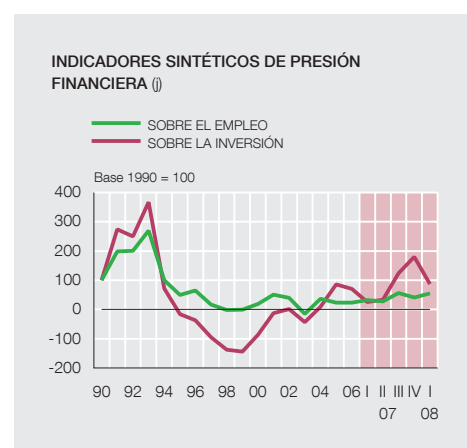
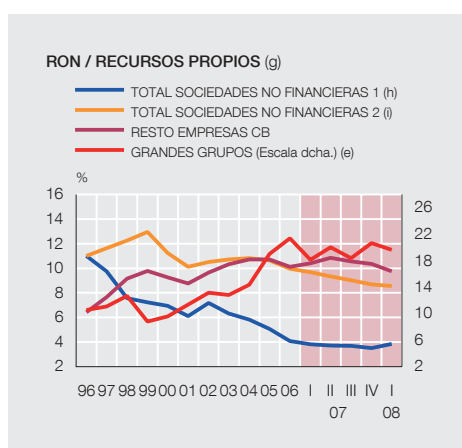
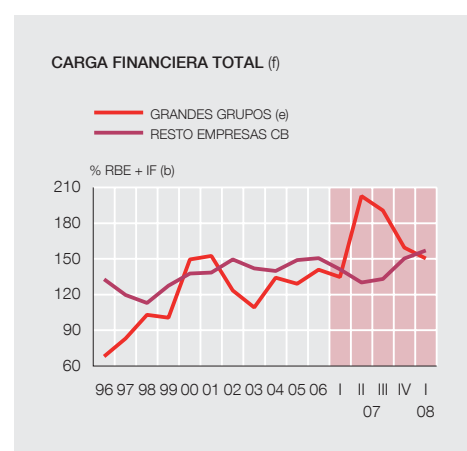
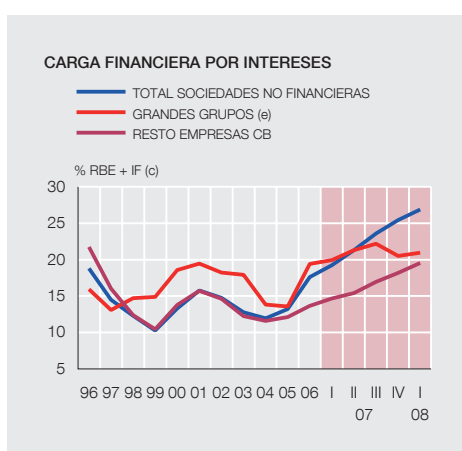
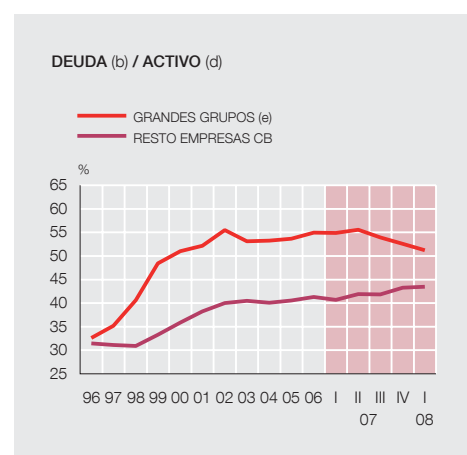
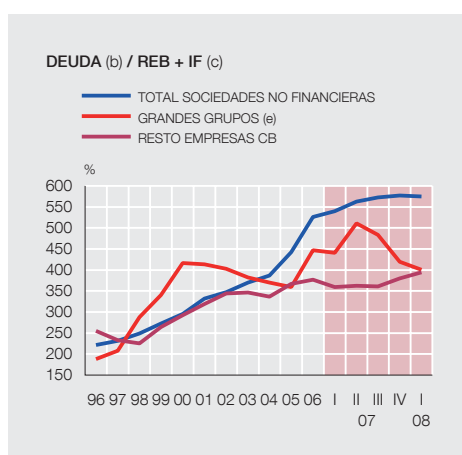


FUENTE: Banco de España.

- a. Los datos de la contabilidad nacional sectorial corresponden, a partir de 1999, a la CNE, base 2000. Con anterioridad, se utiliza una estimación coherente con esta base.
- b. Incluye crédito bancario y crédito titulizado fuera de balance.
- c. Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».
- d. Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.
- e. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- f. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- g. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- h. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado. Nueva estadística del precio de la vivienda a partir de 2005.

dente, como consecuencia del incremento de los tipos de interés (véase gráfico 25). Por su parte, el ahorro de los hogares no destinado al servicio de la deuda registró una ligera recuperación, mientras que su riqueza neta y sus necesidades de financiación, en relación con la RBD y el PIB, respectivamente, apenas variaron.

Tampoco la ratio de endeudamiento de las sociedades mostró variaciones significativas en el primer trimestre de 2008. En cambio, se elevó la carga financiera asociada, evolución que contribuyó al retroceso de la rentabilidad del capital (véase gráfico 26). Estas tendencias se observaron también para las empresas colaboradoras con la Central de Balances (CBT), entre las que tienen un peso elevado las de mayor tamaño. Como resultado de estos desarrollos, el indicador sintético de presión financiera sobre el empleo aumentó, mientras que el correspondiente a la inversión se redujo, divergencia que refleja la distinta ponderación de las variables que intervienen en su cálculo. Por otra parte, la información de las Cuentas Financieras indica que durante este período las necesidades de financiación del sector no mostraron cambios rele-



FUENTE: Banco de España.

- a. Indicadores calculados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral, excepto la serie «Total sociedades no financieras», que se ha obtenido a partir de las cuentas nacionales (CNE y CFEE). A partir de 1999, las rentas del sector corresponden a la CNE, base 2000. Con anterioridad, se usa una estimación coherente con esta base.
- b. Recursos ajenos con coste.
- c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- d. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- e. Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- f. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- g. Para el total de las sociedades no financieras $RON = EBE + \text{intereses y dividendos recibidos} - \text{intereses pagados} - \text{consumo de capital fijo}$.
- h. Recursos propios valorados a precios de mercado.
- i. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- j. Indicadores estimados a partir de la CBA y CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

% del PIB									
	2003	2004	2005	2006	2007				2008
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Economía nacional	-2,9	-4,8	-6,5	-8,1	-8,3	-8,6	-8,9	-9,5	-10,0
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-3,8	-5,1	-8,2	-10,5	-11,1	-11,9	-12,9	-13,4	-13,4
<i>Sociedades no financieras</i>	-3,9	-4,5	-6,9	-8,9	-8,8	-10,0	-11,0	-11,7	-11,9
<i>Hogares e ISFLSH</i>	0,1	-0,6	-1,3	-1,7	-2,3	-1,9	-1,9	-1,6	-1,5
Instituciones financieras	1,0	0,6	0,7	0,6	0,8	1,2	1,4	1,6	1,7
Administraciones Públicas	-0,2	-0,4	1,0	1,8	2,0	2,0	2,6	2,2	1,7
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (a)	-8,2	-8,7	-11,1	-16,1	-13,8	-15,6	-15,9	-17,4	-17,9

FUENTE: Banco de España.

a. Recursos financieros que cubren el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada (inversión real más financiera permanente) y el ahorro bruto.

vantes, situándose próximas al 12% del PIB. En cambio, la brecha de financiación (concepto que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente) aumentó ligeramente, hasta alcanzar un registro cercano al 18% del PIB, 0,5 pp por encima del dato de finales de 2007.

Las proyecciones disponibles para el segundo trimestre de 2008 apuntan a una continuidad de las tendencias recientes en la evolución de las ratios de endeudamiento y de carga financiera de los hogares y las sociedades. Así, las primeras apenas mostrarían variaciones, mientras que las segundas habrían seguido aumentando.

A pesar de que el déficit de recursos de los hogares y las sociedades se mantuvo estable entre diciembre de 2007 y marzo de 2008, el menor ahorro de las AAPP, unido a la escasa variación en el superávit de las instituciones financieras, se tradujo en un aumento en las necesidades de financiación de la nación, que alcanzaron el 10% del PIB en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 5). A diferencia de lo que ocurrió durante el segundo semestre del pasado ejercicio, en el primer trimestre de este año los fondos netos captados en el resto del mundo por los sectores distintos del Banco de España fueron suficientes para cubrir el déficit exterior. No obstante, en términos acumulados anuales aumentaron las entradas de capital canalizadas a través de esta institución.

En resumen, los datos más recientes muestran que, durante el segundo trimestre, se han seguido endureciendo las condiciones de financiación de familias y empresas, tanto por la vía de incrementos en el coste de los fondos como por la aplicación de criterios de concesión más estrictos por parte de las entidades. En línea con este desarrollo y con el del resto de los determinantes fundamentales de los pasivos, ha continuado la progresiva desaceleración de los recursos ajenos captados por los hogares y las sociedades, lo que estaría contribuyendo a una dinámica más sostenible en el largo plazo del endeudamiento agregado de estos sectores. No obstante, el elevado nivel de deuda alcanzado por algunos segmentos, junto con el incremento en el coste de financiación y, en determinados casos, la evolución menos favorable de las rentas, podría estarse traduciendo en un aumento de la proporción de dichos agentes que se encuentran bajo mayor presión financiera. El ascenso en la ratio de morosidad

en los últimos meses apuntaría en esta dirección. Así, entre diciembre de 2007 y marzo de 2008 dicha ratio se incrementó 0,3 pp tanto para los hogares como para las sociedades no financieras, observándose un repunte algo más acusado en la rama de la construcción y los servicios inmobiliarios (0,4 pp), si bien el nivel alcanzado sigue siendo reducido tanto en términos históricos como en comparación con otros países de nuestro entorno.

Por otra parte, aunque durante el primer trimestre de 2008 el déficit exterior se ha podido financiar sin que ello haya supuesto una reducción de la posición neta del Banco de España frente al resto del mundo, y a pesar de que en los meses posteriores se han reabierto incipientemente algunos mercados de emisión, la persistencia de las dificultades de obtención de fondos en los mercados internacionales continúa siendo un factor de riesgo, dadas las elevadas necesidades de financiación que presenta la economía española.

5.2 El sector hogares

Durante el segundo trimestre de 2008 se ha apreciado un nuevo ascenso en el coste de la financiación a los hogares. Así, entre marzo y mayo el tipo de interés aplicado por las entidades en las operaciones nuevas de préstamo para consumo y otros fines se incrementó en 23 pb, hasta situarse en el 8,78%, mientras que para el asociado a los fondos destinados a la adquisición de vivienda, que recoge con un cierto retraso los movimientos en las rentabilidades negociadas en los mercados interbancarios, el repunte fue menor (12 pb, hasta el 5,55%). El aumento observado en junio en los tipos EURIBOR apuntaría hacia una prolongación de la tendencia alcista en el coste del crédito a las familias. Además, de acuerdo con la información de la EPB de abril, las entidades esperaban aplicar unos criterios de concesión más exigentes en ambos tipos de créditos durante el segundo trimestre en comparación con los tres meses precedentes.

En este contexto, durante los últimos meses se ha mantenido la senda de desaceleración de la deuda de las familias iniciada en 2006, registrándose una nueva disminución en el ritmo de expansión interanual, hasta situarse en mayo algo por debajo del 10%, casi 1 pp menos que en marzo, dinamismo que es algo menor si se mide en términos intertrimestrales anualizados (en torno al 7%). Esta evolución refleja los menores avances tanto en el crédito para la adquisición de la vivienda, cuya tasa de crecimiento interanual se situó en el 10%, como en los fondos destinados a consumo y otros fines, que aumentaron un 8% en relación con el mismo período de 2007.

En cuanto a las decisiones de cartera, la información más reciente de las Cuentas Financieras muestra que la adquisición de activos financieros por parte de las familias volvió a moderarse durante los tres primeros meses de 2008. De este modo, en términos acumulados anuales esta se situó en torno al 6% del PIB, casi 1,5 pp por debajo del nivel de finales de 2007. Gran parte de esta reducción se concentró en los instrumentos más arriesgados (acciones y participaciones y fondos de inversión), en línea con el contexto de mayor volatilidad y tendencia descendente en las cotizaciones que se observó en los mercados bursátiles en este período. Por su parte, la partida de otros depósitos y valores de renta fija continuó representando el grueso de la nueva inversión financiera de los hogares (alcanzó el 7,7% del PIB) y fue, de hecho, la única rubrica que presentó, junto con las reservas técnicas de seguros, flujos positivos en términos acumulados de doce meses.

De este modo, durante los últimos meses la tasa de crecimiento de la financiación de los hogares se ha ido aproximando progresivamente al ritmo de avance de sus rentas. Como resultado, la ratio de endeudamiento ha tendido a estabilizarse, manteniéndose a finales del primer trimestre del año algo por encima del 130% de la RBD. Por el contrario, la carga financiera asociada ha continuado aumentando, impulsada por el ascenso del componente ligado

a los pagos por intereses. A pesar de esta evolución, el ahorro no destinado al servicio de la deuda se incrementó (0,4 pp en relación con su RBD), como resultado, fundamentalmente, de la recuperación del ahorro bruto del sector. Por su parte, ni la riqueza neta de las familias en relación con su RBD, ni sus necesidades de financiación en términos de PIB, mostraron variaciones significativas.

5.3 El sector de sociedades no financieras

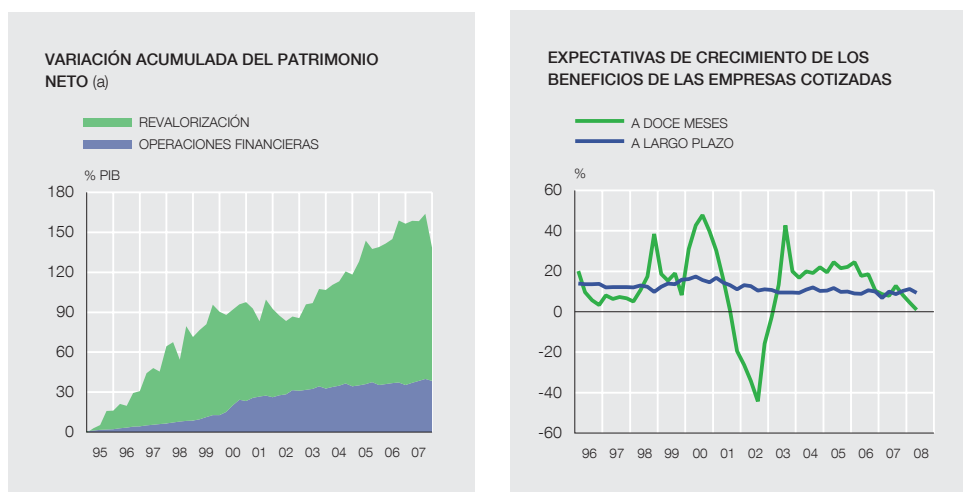
En el caso de las sociedades, los costes de sus fuentes de financiación también experimentaron un aumento durante el segundo trimestre del año. Por componentes, el tipo de interés del crédito registró hasta mayo, último dato disponible, un incremento de 22 pb, situándose en el 5,9%. Al igual que ocurre con los hogares, estas cifras no recogen el repunte de los tipos EURIBOR de junio, que se trasladarán previsiblemente al precio de la financiación bancaria. Asimismo, entre marzo y junio se elevó el coste de los recursos propios (75 pb) y el de la emisión de valores de renta fija a corto y largo plazo (64 pb y 40 pb, respectivamente). Además, de acuerdo con la EPB de abril, las entidades esperaban aplicar entre marzo y junio unos criterios de concesión de préstamos más estrictos que en los primeros meses de 2008.

El progresivo endurecimiento en las condiciones de financiación de las sociedades, junto con la evolución del resto de determinantes de la deuda (y, en particular, el menor dinamismo económico), han contribuido a que se mantenga la pauta de reducción en el ritmo de avance de los recursos ajenos empresariales, que en mayo se situó en el entorno del 12% en términos interanuales (más de 3 pp por debajo del registro de marzo), y alrededor del 8% de acuerdo con las tasas intertrimestrales anualizadas. Por componentes, este desarrollo resultó de la desaceleración tanto en los créditos concedidos por entidades residentes como en los préstamos de no residentes, ya que para la emisión de valores de renta fija mostró un mayor dinamismo.

Por finalidades productivas, la información más reciente, referida al primer trimestre de 2008, muestra que la desaceleración del crédito concedido por las entidades residentes fue especialmente acusada en el destinado al sector inmobiliario (su tasa de avance interanual se redujo casi 7 pp, hasta situarse algo por debajo del 18%), y más moderada en el de la construcción (el ritmo de expansión se redujo en algo más de 2 pp). Por el contrario, a pesar del menor vigor de la actividad, se mantuvo el notable dinamismo de los fondos captados por la industria y el resto de ramas de servicios, situándose su crecimiento interanual en torno al 19% y al 22%, respectivamente.

La información de las Cuentas Financieras para el primer trimestre de 2008 muestra escasas variaciones en las necesidades de financiación del sector, que se mantuvieron en niveles próximos al 12% del PIB. Sin embargo, se incrementó la *brecha de financiación*, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, que se situó próxima al 18% del PIB, 0,5 pp por encima del valor de finales de 2007.

En línea con la progresiva desaceleración de los fondos ajenos, el nivel de endeudamiento de las sociedades ha tendido a estabilizarse en el período más reciente, y se situaba en el primer trimestre en torno al 575% de los recursos generados por este sector (véase gráfico 26). Esta evolución, junto con el ascenso del coste de financiación, se tradujo en un nuevo avance en la ratio de carga financiera, de modo que los gastos financieros absorbieron el 27% del resultado económico bruto más los ingresos financieros. Este incremento contribuyó a que se contrajera el resultado ordinario neto de las empresas, lo que se tradujo en una cierta reducción de la rentabilidad del capital.



FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

a. Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

En el caso de las empresas colaboradoras con la CBT, la última información disponible, correspondiente al primer trimestre de 2008, muestra una evolución similar a la que se deriva de los datos agregados del sector. Así, se produjo un avance en la proporción de ingresos destinados al servicio de la deuda, más acusado en el caso de las sociedades no pertenecientes a grandes grupos empresariales, al tiempo que la ratio de endeudamiento no mostró variaciones significativas. Por su parte, la rentabilidad descendió ligeramente en relación con el mismo período del año previo, tendencia que se observó de forma bastante generalizada en las distintas ramas. Como consecuencia del efecto conjunto de estos desarrollos, el indicador sintético de presión financiera sobre el empleo registró un ligero aumento, mientras que el correspondiente a la inversión se redujo, divergencias que resultan de la distinta ponderación de las variables que intervienen en su cálculo.

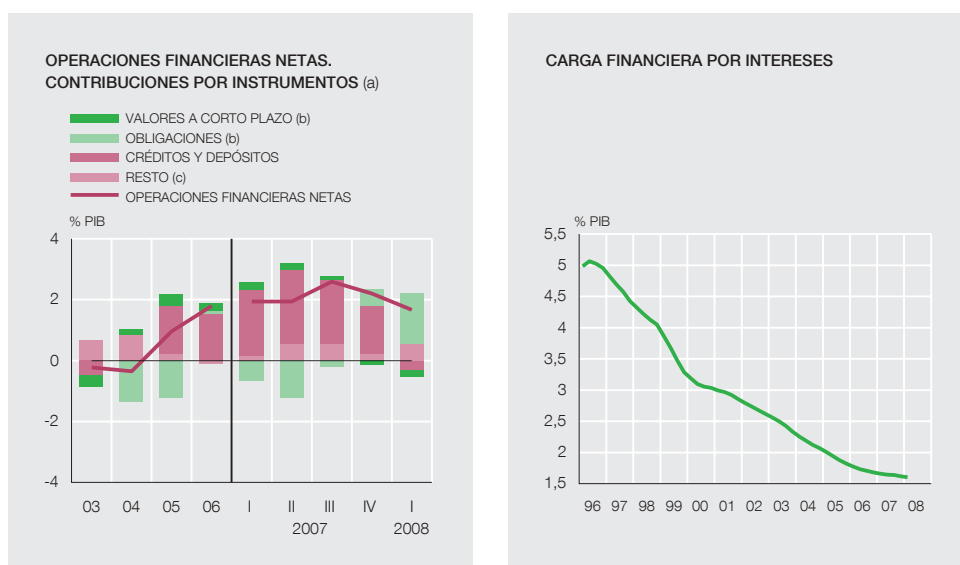
Las previsiones de los analistas sobre el incremento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas para los próximos 12 meses se revisaron nuevamente a la baja durante el segundo trimestre de 2008, situándose en niveles prácticamente nulos. También descendieron las correspondientes a plazos más largos, aunque en menor medida, de modo que se mantienen todavía en registros confortables (véase gráfico 27).

5.4 Las Administraciones Públicas

Entre diciembre de 2007 y marzo de 2008, la capacidad de financiación de las AAPP se situó, en términos acumulados de doce meses, en el 1,7% del PIB, cinco décimas menos que la registrada a finales del pasado ejercicio (véase gráfico 28). Por instrumentos, se produjeron algunos cambios importantes en comparación con el pasado reciente. Así, se redujo el saldo de depósitos (netos de depósitos) de las AAPP en relación con el mismo período del año anterior, lo que contrasta con la pauta creciente de esta rúbrica durante el período precedente. Por otra parte, aumentaron las colocaciones netas de títulos a corto plazo. Estos cambios fueron compensados fundamentalmente por el retroceso del volumen en circulación de valores a largo plazo. Como en trimestres previos, la disminución de la ratio de endeudamiento determinó que, a pesar de la subida del coste medio de los fondos, los pagos por intereses en relación con el PIB se mantuvieran estables en el entorno del 1,6%.

5.5 La posición financiera frente al exterior

En el primer trimestre de 2008, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación volvió a incrementarse, hasta situarse, en términos acumulados de doce meses, en el 10% del



FUENTE: Banco de España.

- a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.
b. Solo recoge operaciones de pasivo.
c. Incorpora los intereses devengados no pagados de las obligaciones y las inversiones netas por parte de la Seguridad Social en activos emitidos por el resto de las AAPP.

PIB, 0,5 pp por encima de lo observado en 2007. Por sectores, este resultado fue consecuencia, fundamentalmente, del menor ahorro de las AAPP, ya que las necesidades de financiación del resto de sectores mostraron escasas variaciones (véase cuadro 5).

En términos acumulados de cuatro trimestres, las entradas netas de capital canalizadas a través del sistema financiero (excluyendo al Banco de España y a los inversores institucionales) continuaron descendiendo en relación con el PIB entre diciembre de 2007 y marzo de 2008. No obstante, la reducción fue mucho más moderada que durante los meses precedentes y, además, esta evolución vino acompañada de un importante cambio en la composición de estos flujos. Así, como consecuencia de la persistencia de las dificultades de emisión en los mercados de titulización, los fondos captados a través de otras instituciones financieras distintas de inversores institucionales (que recogen las emisiones de los fondos de titulización) se contrajeron nuevamente de forma significativa (4,6 pp en relación con el PIB). Por el contrario, aumentaron notablemente los recursos obtenidos directamente por las entidades de crédito (4,3 pp en relación con el PIB), desarrollo que se materializó fundamentalmente en un incremento de la financiación interbancaria frente al resto del mundo. Por su parte, la adquisición neta de activos exteriores por parte de los inversores institucionales y del Banco de España volvió a ser negativa por un importe equivalente al 2,9% y al 1,7% del PIB, respectivamente, frente al 1,9% y al 1,4% de finales del pasado ejercicio. Por último, los flujos canalizados a través de las AAPP siguieron mostrando un signo neto acreedor, lo que es coherente con la reducción en el volumen de deuda en circulación, mientras que lo contrario ocurrió con los correspondientes al sector privado no financiero.

Por el lado de las entradas de capital, durante los primeros tres meses de 2008 volvió a reducirse el volumen de los flujos, situándose, en términos acumulados de cuatro trimestres, en el 19% del PIB, 3,7 pp por debajo del dato de finales de 2007 (véase cuadro 7). Por instrumen-

OPERACIONES FINANCIERAS DE LOS HOGARES, ISFLSH Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 6

% del PIB				2007		2008
	2004	2005	2006	III TR	IV TR	I TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	9,5	10,4	10,9	8,4	7,2	5,8
Medios de pago	3,9	4,0	3,1	0,6	-1,0	-1,0
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	1,6	5,6	6,8	7,7	7,7
Acciones y otras participaciones (b)	0,3	0,2	-1,1	-0,2	0,4	-0,3
Fondos de inversión	1,6	1,9	0,2	-1,0	-1,2	-1,6
Reservas técnicas de seguros	1,9	2,0	1,8	1,6	1,0	0,9
De las cuales:						
De vida	0,7	0,8	0,6	0,6	0,3	0,3
De jubilación	0,9	1,0	0,9	0,8	0,6	0,5
Resto	0,7	0,7	1,3	0,5	0,4	0,1
Operaciones financieras (pasivos)	10,1	11,8	12,6	10,3	8,8	7,4
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	10,8	12,3	13,0	10,9	9,4	8,0
Créditos para adquisición de vivienda (c)	8,7	10,2	9,9	8,5	7,2	6,2
Créditos para consumo y otros fines (c)	2,1	2,2	3,1	2,5	2,2	1,8
Resto	-0,7	-0,5	-0,4	-0,6	-0,6	-0,6
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	14,4	18,2	22,8	17,7	13,8	11,6
Medios de pago	1,0	2,0	2,3	0,4	-0,4	-1,1
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	0,3	1,2	2,0	2,8	2,5	2,8
Acciones y otras participaciones	6,3	7,2	10,9	8,5	7,2	5,7
De las cuales:						
Frente al resto del mundo	3,8	3,9	7,7	5,1	5,3	5,3
Resto	6,8	7,7	7,5	5,9	4,5	4,1
Operaciones financieras (pasivos)	18,9	25,1	31,6	28,7	25,6	23,4
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	8,3	12,9	17,7	16,9	13,9	12,4
Préstamos exteriores	0,7	2,1	3,4	2,1	2,6	2,8
Valores de renta fija (d)	0,0	0,3	1,8	0,8	0,5	0,3
Acciones y otras participaciones	4,4	3,7	2,5	4,1	5,0	5,0
Resto	5,5	6,1	6,4	4,9	3,5	3,0
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (e)	16,3	21,2	24,2	18,6	15,3	13,3
Hogares e ISFLSH	20,2	20,9	19,6	15,3	12,7	10,6
Sociedades no financieras	13,2	21,4	28,0	21,1	17,3	15,3

FUENTE: Banco de España.

a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.

b. Excluye los fondos de inversión.

c. Incluye los créditos titulizados fuera de balance.

d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

e. Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

tos, se registraron las mismas tendencias que en el tramo final del pasado ejercicio. Así, en un contexto de paralización de los mercados internacionales de titulización y de un endurecimiento notable en las condiciones de financiación en el resto de los mercados de deuda, se registró una fuerte contracción (8 pp con respecto al PIB) de los recursos asociados a los valores distintos de acciones (que pasaron, de hecho, a recoger un importe negativo). Esta importante disminución reflejó la menor captación de fondos captados por esta vía fundamentalmente por parte de las instituciones financieras, así como también, aunque en menor medida, las AAPP, en consonancia con la reducción del saldo en circulación de este tipo de activos. En contraposición, aumentaron los recursos obtenidos a través de acciones y participaciones,

% del PIB						
	2004	2005	2006	2007		2008
				III TR	IV TR	I TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-4,8	-6,5	-8,1	-8,9	-9,5	-10,0
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	13,3	18,7	17,9	16,5	13,2	9,0
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	3,2	2,2	5,5	5,7	2,2	-0,7
De los cuales:						
Interbancario (a)	0,7	3,1	3,4	5,9	4,2	1,6
Valores distintos de acciones	1,8	8,8	-1,2	2,7	1,6	1,3
De los cuales:						
Entidades de crédito	1,0	6,6	-2,1	2,3	1,8	1,9
Inversores institucionales (b)	0,3	2,3	0,6	0,5	-0,1	-0,7
Acciones y otras participaciones	6,8	5,1	10,2	6,6	7,6	6,0
De las cuales:						
Sociedades no financieras	3,8	3,9	7,7	5,1	5,3	5,3
Inversores institucionales (b)	0,8	0,9	1,2	-0,4	-1,0	-1,9
Préstamos	0,8	1,1	1,8	0,4	1,1	1,4
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	18,2	25,2	26,0	25,4	22,7	19,0
Depósitos	1,7	5,6	0,3	5,4	7,3	11,2
De los cuales:						
Interbancario (a)	5,0	7,2	0,6	5,3	6,7	10,9
Valores distintos de acciones	12,4	15,8	21,7	15,0	7,9	-0,3
De los cuales:						
Administraciones Públicas	2,7	0,2	1,3	-0,5	-1,5	-2,3
Entidades de crédito	4,6	6,3	8,0	5,8	3,5	0,8
Otras instituciones financieras no monetarias	5,1	9,3	12,4	9,7	5,9	1,2
Acciones y otras participaciones	2,7	0,9	-0,1	2,1	4,3	4,8
De las cuales:						
Sociedades no financieras	1,7	1,0	-0,5	2,1	4,5	4,8
Préstamos	1,3	2,3	3,6	2,4	2,8	3,0
Otros neto (c)	-0,6	-0,9	-1,0	-0,6	-0,4	-0,7
PRO MEMORIA						
Inversión directa de España en el exterior	5,8	3,7	8,1	6,4	8,7	8,6
Inversión directa del exterior en España	2,4	2,2	2,2	1,6	4,0	5,4

FUENTE: Banco de España.

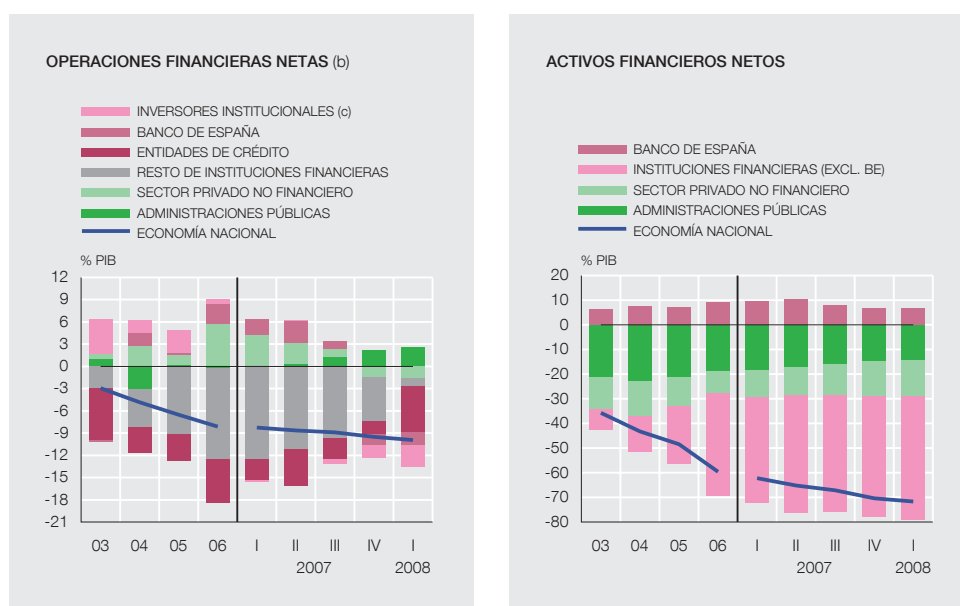
a. Corresponden únicamente a entidades de crédito, e incluyen repos.

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

c. Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

en línea con el repunte de la inversión directa del exterior en España, y, sobre todo, de la financiación interbancaria, que supuso más de la mitad de los fondos recibidos del resto del mundo.

Por su parte, el volumen de salidas de capital también disminuyó, hasta situarse en el 9% del PIB, 4,2 pp menos que en 2007. Esta reducción fue bastante generalizada por instrumentos, con la excepción de los préstamos. Las mayores contracciones se observaron en la rúbrica efectivo y depósitos —y, en concreto, en los depósitos del mercado interbancario—, y en la inversión en acciones y otras participaciones, como resultado, fundamentalmente, de las menores adquisiciones acometidas por las entidades de crédito y los inversores institucionales.



FUENTE: Banco de España.

- a. Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.
- b. Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector de contrapartida.
- c. Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

Por su parte, la inversión directa de España en el exterior en relación con el PIB apenas varió, y se situó en el 8,6%.

Como consecuencia de la evolución de los flujos financieros con el exterior y de las variaciones en el precio de los activos y en el tipo de cambio, el valor de los pasivos netos acumulados frente al resto del mundo aumentó ligeramente (véase gráfico 29). Por sectores, esta evolución fue el resultado de un aumento en el saldo deudor de las instituciones financieras (excluido el Banco de España) y del sector privado no financiero, que superó la reducción del correspondiente a las AAPP.

24.7.2008.

UNA PRIMERA ESTIMACIÓN DEL IMPACTO ECONÓMICO DE UNA REDUCCIÓN
DE LAS CARGAS ADMINISTRATIVAS EN ESPAÑA

Una primera estimación del impacto económico de una reducción de las cargas administrativas en España

Este artículo ha sido elaborado por Paloma López, Ángel Estrada y Carlos Thomas, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Distintos argumentos, como la existencia de fallos de mercado o la necesidad de proteger a los consumidores, pueden justificar la regulación de la actividad económica. Esta regulación exige, a menudo, el cumplimiento de distintos trámites administrativos, que pueden ir desde la solicitud de licencias, permisos o certificaciones, hasta la obligación de inscripción en registros o la realización de encuestas, que se consideran necesarias para alcanzar los objetivos regulatorios. Sin embargo, las exigencias administrativas pueden también resultar excesivas en relación con los objetivos perseguidos. En ocasiones se afirma, por ejemplo, que el entramado normativo al que hacen frente los agentes económicos es excesivamente complejo, prolijo e, incluso, redundante. Es en este contexto en el que desde hace algunos años se ha enfatizado la necesidad de llevar a cabo una simplificación y mejora de la calidad del marco regulatorio con el objetivo de aumentar la competitividad y el crecimiento económico.

De acuerdo con los estándares internacionales, los *costes administrativos* se definen, en el caso de las empresas, como el coste económico que supone para aquellas realizar todas las tareas administrativas recurrentes necesarias para cumplir con la regulación vigente¹. Parte de los costes derivados del cumplimiento con la regulación son costes en los que las empresas incurrirían aun cuando no estuvieran obligadas, ya que se corresponden con tareas que forman parte de sus operaciones normales. Sin embargo, otra parte de los costes administrativos surge exclusivamente como consecuencia de la existencia de regulación. A esta última parte de los costes administrativos se le denomina *carga administrativa*². Debido a que ambos conceptos son difíciles de delimitar exactamente, los estudios e iniciativas tomadas en este terreno hasta el momento tratan de medir los *costes administrativos*, pero el objetivo debe ser simplificar y recortar las *cargas administrativas*.

De hecho, debería reducirse solo aquella parte de las cargas administrativas que sea redundante, innecesaria o haya quedado obsoleta, y, en cualquier caso, sin que suponga un menoscabo de los objetivos generales perseguidos por la regulación, de pérdida de información relevante para la toma de decisiones de política económica o para el cumplimiento de las obligaciones tributarias entre otras. Esto se puede conseguir, por ejemplo, a través de una mejora de la eficiencia en la recogida de la información exigida por la Administración, haciendo uso de las nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC), eliminando la regulación desfasada o simplificando la regulación ya existente tanto en su contenido como en la forma de expresarlo sobre el papel.

Holanda ha sido uno de los países pioneros en adoptar medidas a este respecto. Como primer paso, el Gobierno holandés estimó en 2003 que el coste administrativo derivado de la regulación ascendía al 3,6% del PIB³. Otros países como el Reino Unido y Dinamarca, así como la OCDE y

1. La regulación administrativa también puede imponer a las Administraciones Públicas un coste de gestión nada desdeñable. El informe *Doing Business in 2005*, publicado por el Banco Mundial, estima que este coste oscila entre un 8% y un 11% del presupuesto público. 2. Para una definición más detallada de los costes y cargas administrativas, así como de su medición, véase González de Herrero, Castro Pérez y Farmer (2006). 3. La estimación se realizó mediante el llamado *Standard Cost Model (SCM)*, un modelo desarrollado para la medición sistemática de los costes administrativos. La metodología de este modelo parte de considerar que cada regulación lleva asociada un número de requerimientos de información que, a su vez, suponen toda una serie de tareas administrativas. El coste de cada tarea administrativa se calcula como el tiempo que lleva realizarla por una tarifa, bien sea esta el salario de la persona encargada en la empresa o la ta-

la Comisión Europea, han adoptado metodologías similares a la desarrollada por Holanda para realizar sus propias mediciones del coste agregado de la regulación, llegando a estimaciones que oscilan entre un 1,5% y un 6,8% del PIB, dependiendo del país. Aun tomando estas primeras estimaciones solo como una aproximación al montante real, y a pesar de que las cargas administrativas son tan solo una parte de los costes administrativos, las cifras ponen de manifiesto el elevado coste económico que supone para las empresas el marco regulatorio que tanto la Administración local, como la estatal y la internacional, imponen en la actualidad.

Además, las diferentes estimaciones disponibles muestran que las pequeñas empresas son las más perjudicadas por la regulación administrativa. Esto se debe a que las obligaciones impuestas por la normativa no varían sustancialmente, independientemente del tamaño de las empresas, lo que hace que el coste *relativo* impuesto sobre las pequeñas empresas sea mayor que el de las grandes. De hecho, la OCDE estima que el coste por empleado para las empresas con menos de 20 trabajadores es aproximadamente cinco veces superior al que supone para las empresas de entre 50 y 499 empleados⁴. En la misma línea, Nijssen y Vellinga (2002) estiman, para el caso holandés, que las empresas de menos de 10 empleados soportan un 53% del total de las cargas administrativas, a pesar de que solamente emplean al 20% del total de trabajadores. Estos resultados tienen importantes implicaciones económicas. Por un lado, dado que más del 90% de las empresas en Europa son PYMES, el impacto negativo de las cargas administrativas sobre la competitividad a nivel europeo puede ser elevado. Por otro lado, al tener un elevado componente de coste «fijo» (independiente de la dimensión de la empresa), la existencia de cargas administrativas eleva el tamaño de entrada de las empresas en los mercados (es decir, establece una barrera de entrada), lo que reduce el número de entradas y, por tanto, el grado de competencia en los mercados y la productividad [véase, por ejemplo, Nicoletti y Scarpetta (2003)].

Sobre la base de esta evidencia, la Comisión Europea adoptó, como pieza central de la reorientación de la Estrategia de Lisboa llevada a cabo en marzo de 2005, la simplificación y mejora del entorno regulatorio de las empresas, ciudadanos y otros organismos. Así, se ha puesto en marcha un Plan de Acción para conseguir reducir las cargas administrativas que emanan de la regulación europea en un 25% en el año 2012⁵. Asimismo, la Comisión Europea ha invitado a los países miembros a sumarse a esta iniciativa y reducir, también para 2012, las cargas que tienen su origen en las legislaciones nacionales en la misma proporción (véase recuadro 1 para un resumen de los principios propuestos por la Comisión Europea para la reducción de cargas administrativas). En este contexto, el Gobierno español se ha comprometido a reducir las cargas administrativas en un 30% en el plazo propuesto por la Comisión Europea.

El objetivo de este artículo es proporcionar una primera estimación del impacto sobre las principales variables macroeconómicas de una reducción permanente de un 30% del total de las cargas administrativas derivadas de la regulación española y de un 25% de las cargas administrativas que emanan de la regulación europea. Entre las posibilidades disponibles, en este artículo se utilizará una versión simplificada del modelo de equilibrio general dinámico desarrollado por el Banco de España, conocido como BEMOD⁶. Además, se realizará un ejercicio contrafactual que permitirá estimar el coste de la no acción, es decir, se estimará cuál sería el coste económico para España de no alcanzar los objetivos establecidos mientras que el resto de los países europeos (y la propia Comisión Europea) sí lo hacen.

rifa del consultor externo que se encargue de la gestión de la empresa, multiplicado por una estimación del número de empresas afectadas por esa regulación y la frecuencia con la que la información se debe transmitir a las autoridades. Para más información, véase el documento *Measuring and reducing administrative burdens for businesses*, The Standard Cost Model Network. Este artículo se puede obtener en la dirección de Internet www.administrative-burdens.com. 4. OCDE (2001). 5. Comisión Europea (2007). 6. Para más información sobre el BEMOD, véase Andrés, Burriel y Estrada (2006).

Con el fin de ayudar a los países miembros de la Unión Europea a adoptar medidas concretas que permitan una reducción efectiva de las cargas administrativas, la Comisión Europea adoptó un conjunto de principios, que se resumen a continuación:

- 1 Reducción de la frecuencia con que se requiere información a las empresas al mínimo imprescindible para la consecución del objetivo perseguido por la normativa.
- 2 Supresión de redundancias y posibles solapamientos en la petición de información.

- 3 Sustitución de formularios de papel por declaraciones electrónicas para la petición de información, utilizando portales inteligentes cuando sea posible.
- 4 Limitación del número de empresas a las que se realiza la petición de información a través del establecimiento de umbrales de tamaño, de solicitud a una muestra aleatoria en vez de a toda la población de empresas o de un planteamiento basado en el riesgo según el cual solo se pediría información a las empresas más expuestas.
- 5 Eliminación de los requisitos de información impuestos por normativa obsoleta o que haya sido modificada.
- 6 Aplicación del principio de proporcionalidad en la petición de información complementaria que pueda ayudar a comprender y tramitar los actos legislativos más complejos.

1. Comisión Europea (2007).

La situación de los costes administrativos en España

Las iniciativas tomadas en España para la simplificación y reducción de las cargas administrativas en los últimos años se han dirigido en dos direcciones: la introducción de las TIC en las relaciones de la Administración Pública con las empresas y la reducción de los costes de creación de empresas⁷. A pesar de estas iniciativas parciales, en España podría ser particularmente importante la reducción de las cargas administrativas y el establecimiento de una valoración económica sistemática de la imposición de nuevas cargas, ya que concurren varias circunstancias que hacen pensar que los costes administrativos soportados por su tejido empresarial pueden ser especialmente gravosos.

Entre esas circunstancias, cabe destacar, en primer lugar, el significativo grado de descentralización de la Administración Pública alcanzado por el Estado español. En este sentido, existe cierta evidencia de que las Comunidades Autónomas (CCAA) han aumentado su actividad regulatoria en los últimos años, incluso teniendo en cuenta el incremento del volumen de competencias transferidas desde el Estado central. Sin embargo, aun a pesar de que el Estado central ha transferido muchas de sus competencias en las dos últimas décadas (no solo a las CCAA, sino también a la Unión Europea), su actividad regulatoria no parece haber disminuido a lo largo del tiempo⁸.

En segundo lugar, el tejido empresarial español está dominado por pequeñas empresas —las empresas con menos de 10 trabajadores representan un 94% del total, de acuerdo con las es-

7. Estrictamente hablando, esta segunda iniciativa no se suele considerar una reducción de las cargas administrativas, ya que en la definición de estas últimas solo se consideran aquellas que son recurrentes en el tiempo para una misma empresa. Los efectos económicos de los costes (monetarios y no monetarios) de la creación de empresas son, sin embargo, similares. 8. Para intentar captar este tipo de fenómenos, la consultora Econlaw Strategic Consulting (2008) elabora dos indicadores de la actividad regulatoria de las CCAA y del Estado central. El indicador autonómico se obtiene dividiendo el promedio anual del número de páginas de cada uno de los Boletines Oficiales de las CCAA por el número de competencias transferidas hasta ese año. De acuerdo con estos datos, este indicador ha presentado un aumento continuado prácticamente desde principios de los años ochenta. Sin embargo, el indicador de actividad regulatoria del Estado central, que se aproxima por el número de páginas del Boletín Oficial del Estado en cada año, se ha mantenido relativamente estable durante todo el período disponible. En el caso concreto del comercio minorista, Matea y Mora (2007) muestran cuantitativamente cómo la actividad regulatoria tanto de las CCAA como del Estado central ha aumentado significativamente en los últimos años.

timaciones del Instituto Nacional de Estadística para 2007 — y, como se mencionó con anterioridad, las pequeñas empresas son las que soportan la mayor parte de los costes administrativos. Para tener una idea aproximada de cuál es la proporción de los costes soportados por las pequeñas empresas en España se ha tomado, en primer lugar, el coste administrativo para cada tipo de empresa⁹, calculado para el caso holandés, único país para el que se ha realizado una estimación con este nivel de desagregación. A continuación se ha utilizado la información proporcionada por el Directorio Central de Empresas del INE sobre la estructura empresarial en España para estimar el coste administrativo total correspondiente a los diferentes segmentos de empresas en función de su tamaño y sector. Este sencillo ejercicio apuntaría que las empresas de menos de 10 empleados soportan en España un porcentaje muy elevado del total de los costes (alrededor del 74%), mientras que emplean solamente un 20% del total de trabajadores. Además, como el sector servicios concentra la mayor parte de estas pequeñas empresas¹⁰, este es el sector que soporta los mayores costes administrativos. Una reducción de las cargas administrativas supondría, por lo tanto, un alivio muy significativo para la inmensa mayoría de las empresas españolas y tendría, presumiblemente, un impacto importante sobre el conjunto de la economía, que se concentraría, especialmente, en el sector servicios.

A la espera de las primeras mediciones directas del coste de la regulación en España con una metodología comparable a la de otros países europeos, existen algunas estimaciones indirectas (que implican el llevar a cabo imputaciones en la mayoría de los casos), que pueden dar una idea del elevado coste anual que la regulación supone para el sector empresarial español. En primer lugar, Kox (2005) extrapola las detalladas mediciones hechas para Holanda a 19 países europeos, entre ellos a España, utilizando para ello las diferencias existentes entre los países en el coste de creación de empresas¹¹. La estimación de Kox de los costes administrativos a los que se enfrentan las empresas españolas asciende a un 4,6% del PIB, solo por debajo del estimado para Grecia, Hungría y Polonia. Por otra parte, la Cámara de Comercio de Barcelona realizó en 2006 un estudio sobre el coste de la regulación en Cataluña para el que se encuestó a más de 1.000 empresas de esa Comunidad Autónoma¹². La extrapolación de los resultados para Cataluña al conjunto de la nación, teniendo en cuenta la diferente estructura empresarial en el resto del territorio, arroja una estimación de estos costes también en el entorno del 4,6% del PIB. La OCDE, por último, publicó un informe en 2001 en el que estimaba el coste económico de la regulación en España (y en otros 10 países) a partir de entrevistas realizadas a 1.500 PYMES, definidas como empresas de 1 a 499 empleados¹³. El resultado elevaba los costes administrativos en España al 5,6% del PIB, el mayor de todos los países examinados, excepto Portugal. Si se extrapola esta estimación a todo el universo de empresas del país, esto es, si se incluye también a las empresas con más de 500 empleados, el coste agregado en España derivado del cumplimiento con la regulación vigente ascendería a un 6% del PIB. Todas estas estimaciones muestran que los costes administrativos representan un porcentaje no despreciable del PIB y que son especialmente elevados en España en comparación con nuestros principales socios comerciales.

Dados estos antecedentes y en respuesta al acuerdo alcanzado en el Consejo Europeo de primavera de 2007 sobre reducción de cargas administrativas, el Consejo de Ministros decidió en mayo de 2007 la elaboración de un Plan de Acción para la reducción de las cargas administrativas derivadas de la regulación nacional (Estado central y Administración local). Este Plan de Acción incluye el compromiso, asumido por el Ministerio de Administraciones

9. Distinguiendo las empresas en función de su estatus jurídico: autónomos, empresas sin asalariados, sociedades anónimas, etc. 10. Un 79% del total de empresas con menos de 10 empleados se encuentra en el sector servicios.

11. La medición del coste de creación de empresas se toma del informe *Doing Business*, elaborado por el Banco Mundial. 12. Cámara de Comercio de Barcelona (2007). 13. OCDE (2001).

Públicas (AAPP), de incorporar a este esfuerzo a las CCAA y Ayuntamientos, así como de llegar a pactos de colaboración con el Consejo Superior de las Cámaras de Comercio y con las asociaciones de empresarios para conseguir reducir las cargas administrativas en un 30% en 2012, un porcentaje superior al asumido a nivel comunitario. El Plan ha sido presentado en junio de 2008 (véase recuadro 2 para un resumen del contenido del mismo).

**Una estimación del
impacto económico
de una reducción de las
cargas administrativas**

Para obtener una estimación cuantitativa del impacto de la reducción de las cargas administrativas en España, de magnitud similar a la anunciada por el Consejo de Ministros, se utiliza una versión simplificada del modelo BEMOD. Este es un modelo dinámico estocástico de equilibrio general desarrollado en el Banco de España, que permite simular el efecto de distintas perturbaciones sobre las principales variables de la economía española y del área del euro. El modelo distingue tres áreas geográficas: a) España, que es tratada como una *región* de una Unión Monetaria; b) la propia zona del euro, con la que España comparte una moneda común y unas estrechas relaciones comerciales y financieras, y c) el resto del mundo, con el que España también mantiene lazos comerciales y financieros. Asimismo, el modelo contiene dos sectores, uno de bienes comerciables, que incluye las manufacturas, la agricultura y la energía, y otro de bienes no comerciables, que incluye los servicios y la construcción. Esta diferenciación es importante, ya que la proporción de los costes administrativos soportados por uno y otro sector es diferente, por lo que el efecto de su reducción también lo será.

El ejercicio realizado consiste en estimar en un horizonte de 10 años¹⁴ el impacto sobre las principales variables macroeconómicas de una reducción permanente de las cargas administrativas soportadas por las empresas en España y en el resto de la Unión Europea, asumiendo que este recorte se lleva a cabo sin que se produzca una pérdida de eficiencia de la regulación o de la información que requiere la Administración Pública para su correcto funcionamiento. Este recorte de las cargas administrativas es consecuencia tanto de la mejora de la regulación supranacional realizada por la Comisión Europea para todos los países miembros —se ha estimado que en torno al 40% de las cargas administrativas en cada uno de ellos emana de la legislación europea—, como de la que llevan a cabo en su legislación nacional los países individualmente, en línea con los compromisos adquiridos por el Consejo Europeo en la cumbre de primavera de 2007.

Al no existir una medición directa de los costes administrativos en España, se utiliza la estimación de Kox (2005) y la extrapolación para toda la economía realizada por la OCDE (2001) —4,6% del PIB y 6% del PIB, respectivamente—, como cota inferior y superior de las estimaciones disponibles. Por su parte, las estimaciones de los costes que soportan el resto de países de la Unión Europea provienen de Kox (2005)¹⁵.

Se consideran dos escenarios. En el primero, España reduce sus cargas administrativas en un 30%, mientras que el resto de países europeos y la Comisión Europea disminuyen las suyas en un 25%. Esto equivaldría a aligerar las cargas administrativas totales soportadas por las empresas españolas en un 28%¹⁶, en torno a unos 9.000 millones de euros (a precios constantes del año 2000). En el segundo escenario se asume que España no efectúa este recorte,

¹⁴. De acuerdo con los parámetros estimados para este modelo se calcula que, ante una perturbación como esta, que cambia el estado estacionario del modelo, el nuevo equilibrio se alcanza en un plazo aproximado de 8 años, por lo que al analizar los efectos de la reducción de las cargas administrativas 10 años después se supone que ya se han materializado completamente sus efectos en las distintas variables macroeconómicas. ¹⁵. Los países incluidos en el estudio de Kox (2005) son: Austria, Bélgica, República Checa, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Holanda, Polonia, Portugal, Eslovaquia, Eslovenia, Suecia y Reino Unido. La cifra total de costes económicos de la regulación en estos 18 países, excluyendo a España, es en 2003 de 310.000 millones de euros, aproximadamente. ¹⁶. Se reduce un 30% la parte de las cargas que emana de la legislación nacional, un 60% del total, y un 25% la parte restante, que emana de la legislación europea.

El Consejo de Ministros aprobó en junio de 2008 un Plan de Acción con el que se pretende que «las empresas españolas cuenten con un entorno reglamentario ágil y dinámico para poder mejorar la capacidad de competir». Para ello, el Plan contempla disminuir las cargas administrativas sobre las empresas existentes derivadas de la normativa vigente en un 30% para 2012¹. Asimismo, se prevé la evaluación sistemática de las cargas derivadas de toda nueva normativa que sea aprobada en el Parlamento. En concreto, se propone minimizar las cargas impuestas por la normativa que se apruebe a partir del 1 de enero de 2009. Además, el Plan pretende simplificar los trámites requeridos para la creación de nuevas empresas.

El Plan cuenta con un calendario específico de actuación. Los hitos más importantes contemplados en el Plan de Acción son los siguientes. En primer lugar, la medición de los costes administrativos derivados de la regulación utilizando la metodología del SCM de aquellas áreas que generan las obligaciones más costosas para las empresas

se realizará a lo largo del año 2009 con asistencia técnica externa.² En segundo lugar, se establece que en el último trimestre de cada año el Gobierno apruebe un Real Decreto que englobe las propuestas de mejora de la normativa y las medidas concretas para su simplificación, lo que debería permitir su actualización periódica y sistemática. Por último, se prevé que el protocolo de actuación para la valoración del impacto de las obligaciones de información impuestas por la nueva normativa esté concluido a finales de 2008 y que se empiece a aplicar a toda regulación aprobada a partir del 1 de enero de 2009.

El Plan de Acción recoge de forma explícita una serie de medidas que pretenden facilitar la comunicación entre las empresas y las AAPP y el intercambio de información entre las propias AAPP. En concreto, destaca el objetivo de alcanzar la total interconexión electrónica de los sistemas de información de las AAPP para finales de 2009, con un objetivo intermedio del 50% para finales del presente año. Por su parte, en el contexto de la aplicación de la Directiva del Mercado Interior de Servicios, cuya fecha límite de transposición es el 28 de diciembre de 2009, se pretende impulsar la ventanilla única no solo para los trámites de creación de nuevas empresas. Finalmente, para poder reducir las cargas administrativas en todos los niveles de la Administración, el Plan de Acción establece mecanismos de colaboración a lo largo de 2008 con todas las CCAA y la Federación Española de Municipios y Provincias (FEMP).

1. La experiencia de otros países indica que el plazo estipulado en el Plan de Acción de cuatro años para conseguir los objetivos de reducción de cargas puede resultar relativamente exigente. En concreto, países de mayor tamaño, como Reino Unido y Alemania, se han dado plazos de cinco años para conseguir una reducción del 25% de las cargas, proporción algo menor que la pretendida por el Gobierno español. Por otra parte, países más pequeños, como Holanda, Austria o Suecia, contemplan horizontes de 4 años para una reducción del 25% de sus cargas.

2. No se prevé, sin embargo, una actualización de la medición de estos costes administrativos.

pero sí lo hacen el resto de países de la UE y la propia Comisión Europea. En este segundo caso se produce un efecto positivo para la economía española, derivado de la disminución de cargas realizada por la Comisión Europea¹⁷, que se ve parcialmente contrarrestada por el empeoramiento de la competitividad de España con la UE, ya que el resto de los miembros de la UE reducen en una mayor proporción sus cargas administrativas. La diferencia en el impacto que se produce sobre el PIB entre ambos escenarios se puede considerar como el coste económico que representaría para España no cumplir el Plan de Acción aprobado.

La dificultad para realizar estos ejercicios con el modelo descrito radica en que las cargas administrativas no aparecen explícitamente en el BEMOD, por lo que es necesario determinar, en primer lugar, qué variable exógena o perturbación (de las que sí aparecen en el modelo) debe ser modificada y, en segundo lugar, en qué magnitud. Para ello, se considera que, al igual que en simulaciones similares realizadas para otros países de la Unión Europea¹⁸, el coste administrativo que la regulación impone sobre las empresas se compone exclusivamente de los salarios pagados al personal contratado para realizar estas tareas (la identidad que se establece entre costes administrativos y costes salariales es coherente con la metodología que se utiliza para su estimación —el modelo SCM—, que solo en ocasiones muy especiales

17. Como ya se ha comentado anteriormente, se asume que las cargas que emanan de la legislación europea representan en torno al 40% del total; como consecuencia, una reducción de estas en un 25% equivale a un recorte del 10% del total de las cargas administrativas que soportan las empresas en España. 18. Gelauff y Lejour (2006).

tiene en cuenta otros posibles costes, como puede ser el *stock* capital necesario para realizar estas tareas burocráticas o los consumos intermedios)¹⁹. Como consecuencia, una reducción en las cargas administrativas equivale a un aumento en la productividad de los trabajadores, ya que el personal que antes se dedicaba a realizar estas tareas queda liberado para dedicarse a la actividad productiva de la empresa. Para determinar el número de trabajadores que dejarían de realizarlas (es decir, para calibrar el tamaño de la perturbación), bastaría con dividir la magnitud estimada del recorte de las cargas administrativas entre el nivel salarial de los individuos, que se aproxima mediante el coste laboral por persona que proporciona la Contabilidad Nacional para el conjunto de la economía de mercado. De esta forma, es posible disponer de una estimación del aumento inicial de la productividad del trabajo asociada a la reducción de las cargas. No obstante, dado que la perturbación que aparece en el modelo es la productividad total de los factores (PTF), es necesario realizar la transformación pertinente, para lo cual se descuenta el cambio implícito en la relación capital-trabajo asociado a la reducción de cargas.

Bajo estas hipótesis, se obtiene que una reducción del 28% de las cargas administrativas en España equivaldría a liberar, dependiendo de la estimación de costes administrativos utilizada, entre el 2,9% y el 3,5% del total de ocupados en la economía de mercado. Este aumento en la productividad del factor trabajo —pues puede producirse lo mismo con menores recursos de empleo— supondría un aumento permanente en la PTF de la economía de entre el 1,7% y el 2%, siendo el incremento algo mayor en el sector de los bienes no comerciables, al concentrar este una mayor proporción del total de costes administrativos. En el escenario 2, la reducción de cargas administrativas liberaría en torno al 1% de los ocupados en España, lo que equivale a un aumento de la PTF de menor magnitud que en el escenario 1, entre el 0,6% y el 0,9%.

Por su parte, asumiendo que el resto de los países europeos consigue reducir en un 25% sus cargas administrativas y teniendo en cuenta la remuneración media por asalariado en la Unión Europea ponderada por la proporción de asalariados en cada país, el ahorro en costes administrativos equivaldría a liberar de la realización de tareas administrativas al 1,4% del total de ocupados en la UE, lo que supondría un aumento permanente de la PTF europea del 0,9%.

En resumen, estos incrementos en la PTF constituyen las perturbaciones que se simulan en el BEMOD para aproximar el impacto de la reducción de las cargas administrativas. Dado que el *shock* es diferente para el sector de los bienes comerciables y de los no comerciables, en el cuadro 1 se muestra el resultado por sectores y para el total de la economía. El impacto mínimo se refiere al efecto de la reducción de cargas cuando se utiliza la estimación menor de costes administrativos existente, la de Kox (2005), y el impacto máximo recoge los resultados cuando la estimación de costes utilizada es la realizada a partir de OCDE (2001). La última columna muestra el impacto económico que tendría para la UE la reducción de cargas administrativas que se derivan de la regulación europea y de la regulación nacional de todos sus Estados miembros, excluyendo España.

Como se puede apreciar en el cuadro 1, los resultados son muy significativos. Así, durante los diez años posteriores al año en que se produce la reducción de las cargas (que se supone se lleva a cabo en su totalidad en un solo trimestre), la tasa de crecimiento anual del PIB aumen-

19. Diversos estudios estiman que en torno a un 55% de las tareas administrativas que tienen que realizar las empresas es subcontratado a otras empresas especializadas (bufetes de abogados, gestorías, etc.). Sin embargo, en este ejercicio, por motivos de simplicidad, se asume que la totalidad de las tareas administrativas es realizada internamente por las empresas. Téngase en cuenta que esta hipótesis solo afecta al reparto de los efectos entre sectores (ya que esas empresas especializadas se localizan principalmente en el sector de servicios), pero no al efecto agregado para el conjunto de la economía.

	ESPAÑA						RESTO UEM
	ESCENARIO 1 (b)		ESCENARIO 2 (c)		COSTE DE LA NO ACCIÓN POR ESPAÑA		
	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	
PIB							
No comerciables	0,31	0,39	0,10	0,14	0,21	0,25	
Comerciables	0,15	0,15	0,06	0,06	0,09	0,09	
TOTAL	0,22	0,27	0,08	0,10	0,14	0,17	0,10
PRODUCTIVIDAD DEL TRABAJO							
No comerciables	0,27	0,37	0,11	0,13	0,16	0,24	
Comerciables	0,22	0,25	0,08	0,09	0,14	0,16	
TOTAL	0,24	0,30	0,09	0,11	0,15	0,19	0,12
EMPLEO							
No comerciables	0,01	0,03	0,00	0,00	0,01	0,03	
Comerciables	-0,07	-0,10	-0,02	-0,03	-0,05	-0,07	
TOTAL	-0,02	-0,03	-0,01	-0,01	-0,01	-0,02	-0,02
SALARIOS REALES	0,24	0,30	0,09	0,11	0,15	0,19	0,09
RELACIÓN REAL DE INTERCAMBIO CON LA UEM (d)	-0,01	-0,01	0,31	0,30	-0,32	-0,31	
BALANZA COMERCIAL (d)	0,07	0,07	0,02	0,03	0,05	0,04	

FUENTE: Modelo BEMOD del Banco de España.

a. Crecimiento adicional, expresado en puntos porcentuales, debido a la reducción de las cargas administrativas. Media anual de un período de diez años desde que se produzca dicha reducción.

b. España y Europa reducen en un 25% sus cargas administrativas.

c. España no reduce sus cargas pero Europa sí.

d. Como porcentaje sobre el nivel que hubiera alcanzado sin la reducción de cargas administrativas.

taría entre 0,22 puntos porcentuales (pp) y 0,27 pp de media si España cumple con los compromisos adquiridos. Este mayor ritmo de crecimiento de la actividad es consecuencia del aumento de la productividad del trabajo. En concreto, esta variable elevaría su ritmo de crecimiento entre 0,24 pp y 0,3 pp de media anual, que se trasladaría en su totalidad a los salarios reales. En cambio, el empleo no se vería apenas afectado en este horizonte de diez años, aunque no se puede descartar que a muy corto plazo pudiera producirse un incremento del desempleo²⁰. Por sectores, el impacto es mayor en los servicios, como cabía esperar, aumentando en este caso el crecimiento anual del valor añadido entre 0,3 pp y 0,4 pp, algo más del doble que en las manufacturas. Además, el recorte de las cargas administrativas permitiría reducir la tasa de inflación, lo que redundaría en una mejora de la posición competitiva de los productos españoles en el exterior y, por lo tanto, de la balanza comercial, que mejoraría cerca de un 0,1% con respecto al nivel que hubiera alcanzado sin la reducción de las cargas administrativas. Por otra parte, en el escenario 2, el incremento de la tasa de crecimiento media anual del PIB sería de entre 0,08 pp y 0,1 pp, casi un tercio de los resultados del escenario 1. La diferencia entre estos dos escenarios puede interpretarse como el coste para España de no alcanzar el objetivo fijado de reducción de las cargas administrativas, en el caso de que el resto de países europeos y la Comisión Europea sí lo logren, y ascendería a alrededor de 0,15 pp de crecimiento medio anual del PIB.

20. Esto se debe a que los trabajadores que antes se dedicaban a las tareas administrativas necesitan tiempo para reconvertirse y poder aceptar las ofertas de empleo que se generarán en otras partes de la economía como consecuencia del aumento de la actividad. Por este motivo, es importante que la reducción de las cargas se complemente con medidas que faciliten y aceleren la transición hacia nuevos puestos de trabajo de los trabajadores afectados.

Los resultados aquí presentados se encuentran en línea con los obtenidos por estudios previos. Por ejemplo, Gelauff y Lejour (2006) realizan un ejercicio similar a partir de la estimación de los costes administrativos de Kox (2005) y utilizando un modelo de equilibrio general mucho menos sofisticado que el BEMOD, y que, además, no tiene en cuenta la estructura productiva específica de España —esto es, el tamaño medio de las empresas en España y su distribución por sectores—. A pesar de estas diferencias, sus resultados para España predicen un incremento medio anual de la tasa de crecimiento del PIB de 0,17% durante los 10 años siguientes al *shock* —frente al 0,22% estimado en este artículo—. Los resultados de las simulaciones muestran, además, que el impacto del recorte de las cargas en España es más del doble —tanto en actividad como en productividad o salarios reales— que el obtenido en media por el resto de los países de la Unión Europea.

Conclusiones

En los últimos años se ha enfatizado la necesidad de mejorar la calidad del marco regulatorio con el objetivo de incrementar la competitividad de las empresas y, como consecuencia, el crecimiento de las economías. En particular, se subraya la importancia de reducir las cargas administrativas que se derivan de la regulación. Esta reducción de las cargas administrativas exige un considerable esfuerzo, dado que implica necesariamente a varias AAPP y supone un gran trabajo de medición y de decisión sobre dónde y cómo recortar las obligaciones impuestas por la regulación, sin que ello menoscabe la propia efectividad de la regulación. Además, es una tarea que debe tener continuidad en el tiempo, de manera que no solo se reduzcan las cargas administrativas impuestas por la regulación actualmente vigente, sino que también se cuantifiquen y valoren los costes administrativos derivados de la que se pueda aprobar en el futuro. En este artículo se ha tratado de efectuar una primera evaluación de los posibles beneficios de una disminución de las cargas administrativas. Los resultados de las simulaciones realizadas se encuentran en línea con los de trabajos anteriores e indican que una reducción de las cargas administrativas que emanan de la regulación española, en el entorno del 30%, podría llegar a impulsar el crecimiento del PIB y de la productividad de manera significativa, en mayor medida que en el resto de países europeos.

Estos resultados han de interpretarse principalmente como una ilustración de los potenciales efectos reales que pueden obtenerse de este tipo de actuaciones. Es importante destacar que los resultados obtenidos deben tomarse con las debidas cautelas. En primer lugar, porque resulta difícil cuantificar la magnitud de las cargas administrativas y, en segundo lugar, por la dificultad de modelizar este tipo de perturbaciones en los modelos econométricos disponibles. Por ello, el aspecto más relevante de este ejercicio es que el análisis realizado sugiere que el recorte de cargas administrativas puede tener un impacto potencialmente muy significativo sobre el PIB, las ganancias de eficiencia y la competitividad, y ello resulta particularmente importante para un país como España, que forma parte de una Unión Monetaria y cuyo tejido empresarial está muy sesgado hacia empresas de tamaño reducido.

18.7.2008.

BIBLIOGRAFÍA

- ANDRÉS, J., P. BURRIEL y Á. ESTRADA (2006). *BEMOD: A DSGE Model for the Spanish Economy and the Rest of the Euro Area*, Documentos de Trabajo, n.º 0631, Banco de España.
- CÁMARA DE COMERCIO DE BARCELONA (2007). *Los Costes de la Regulación Administrativa para las Empresas: Valoración y Propuestas*.
- COMISIÓN EUROPEA (2007). *Action Programme for Reducing Administrative Burdens in the European Union*, Documento COM(2007) 23.
- Doing Business. *The World Bank Group*, Washington DC. Los informes se pueden descargar en la dirección www.doing-business.org.
- ECONLAW STRATEGIC CONSULTING (2008). *Evolución de la Actividad Regulatoria en España 1978-2007: Descentralización y Comunidades Autónomas*. Este trabajo se puede descargar en la dirección www.econlaw.es.
- GELAUFF, G. M., y A. M. LEJOUR (2006). *Five Lisbon Highlights: The Economic Impact of Reaching these Targets*, CPB Document 104.

- GONZÁLEZ DE HERRERO, P., L. CASTRO PÉREZ y M. FARMER (2006). *Una metodología para la medición de los costes administrativos: El Standard Cost Model*, Papeles de Evaluación 4/2006, MAP.
- KOX (2005). *Intra-EU Differences in Regulation-caused Administrative Burden for Companies*, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis Memorandum 136, Rev.1.
- MATEA, M.^a DE LOS LL., y J. MORA (2007). «Una aproximación a la regulación del comercio al por menor a partir de indicadores sintéticos», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.
- NICOLETTI, G., y S. SCARPETTA (2003). «Regulation, productivity and growth: OECD evidence», *Economic Policy*, 18 (36), pp. 9-72.
- NIJSEN y VELLINGA (2002). *A Model to Measure the Administrative Burden of Businesses*, Scientific Analysis of Enterprises and SMEs Research Report 0110.
- OCDE (2001). *Business Views' on Red Tape: Administrative Burdens on Small and Medium sized Enterprises*, París.

EL PRECIO DE LA VIVIENDA Y LA REASIGNACIÓN SECTORIAL DEL EMPLEO:
EVIDENCIA INTERNACIONAL

Este artículo ha sido elaborado por Olympia Bover y Juan F. Jimeno, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción¹

Desde la primera mitad de la década de los noventa, el precio de la vivienda se incrementó considerablemente en muchos países. Sin embargo, no todos ellos experimentaron un aumento de la actividad en el sector inmobiliario. Como se puede observar en el gráfico 1, mientras que en algunos países (España, Estados Unidos, Reino Unido) se observó una expansión notable del empleo en el sector de la construcción, en otros (Austria, Bélgica, Francia) el peso del sector de la construcción en el empleo total se mantuvo constante o disminuyó. Dichas diferencias también se observan en la evolución de la inversión residencial, que se incrementó en 1,2 puntos porcentuales (pp) del PIB en España y en 0,5 pp en Estados Unidos, y disminuyó en el Reino Unido, Suecia, Holanda, Italia, Francia y Bélgica. La evidencia disponible a partir de series de datos temporales encuentra, en todo caso, que hay una correlación positiva y estadísticamente significativa entre inversión residencial y el precio de la vivienda en Bélgica, Dinamarca, Holanda y España, y, en menor medida, en Estados Unidos, Japón, Francia y Noruega².

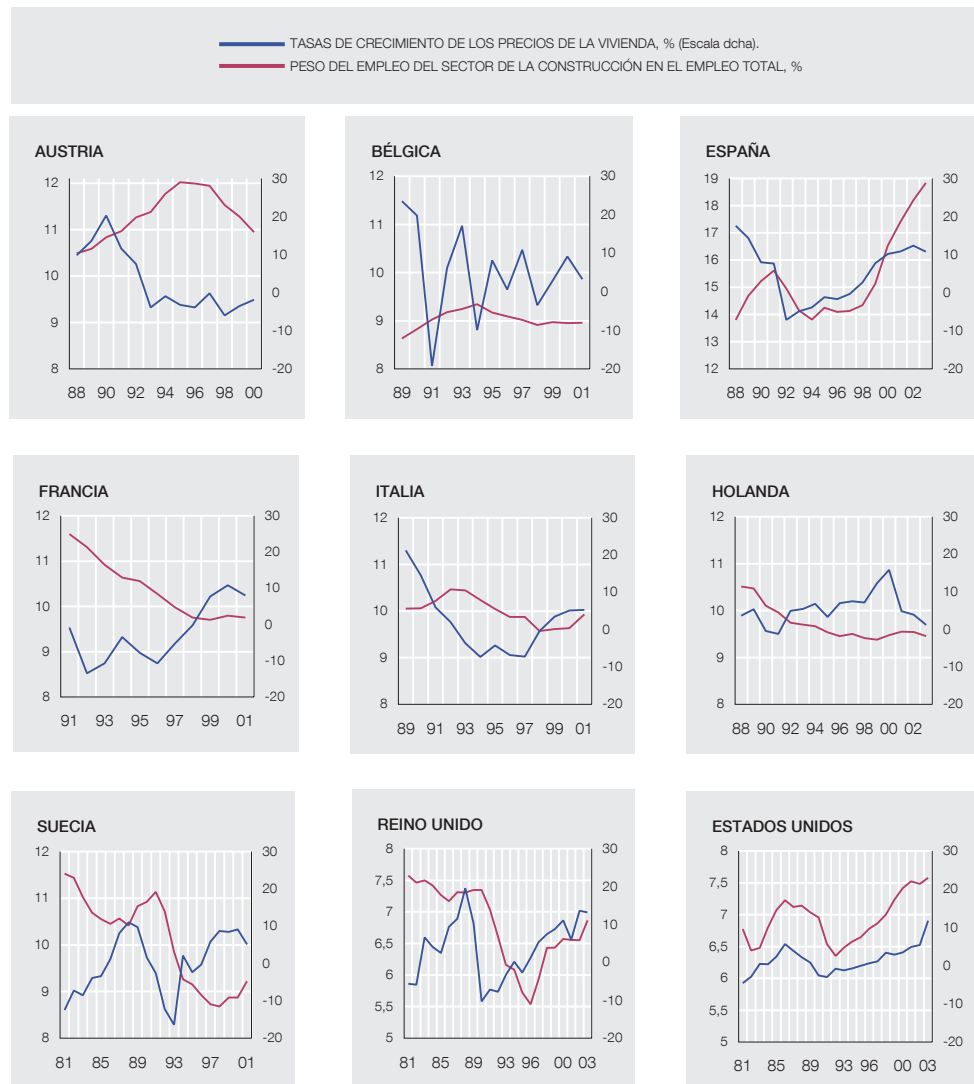
Para investigar las causas de las diferencias internacionales en lo que respecta a la reasignación sectorial del empleo hacia el sector de la construcción que se produce como consecuencia de variaciones en el precio de la vivienda y los efectos de la reasignación sectorial provocada por variaciones en el precio de la vivienda sobre el empleo agregado, en un trabajo reciente [véase Bover y Jimeno (2007)] se utiliza un modelo de demanda de trabajo del sector de la construcción, que tiene como ingrediente fundamental la existencia de limitaciones a la construcción. Puesto que las posibilidades de construcción de nuevas viviendas, en su conjunto, no son directamente observables, para implementar empíricamente el modelo y contrastar sus predicciones sobre la elasticidad de la demanda de trabajo en el sector de la construcción se utilizan indicadores que tratan de aproximar las diferencias internacionales en lo que se refiere a disponibilidad de suelo urbanizable. La utilización de estos indicadores permite estimar la elasticidad de la demanda de trabajo en el sector de la construcción de forma más precisa y explicar las diferencias internacionales en lo que se refiere a la respuesta del empleo en el sector de la construcción ante variaciones en el precio de la vivienda.

En los apartados siguientes se describen los principales fundamentos y resultados de este ejercicio empírico sobre la relación entre los precios de la vivienda y la demanda de trabajo sectorial. En primer lugar, se describe brevemente el modelo que subyace a la identificación de los efectos de los precios de la vivienda sobre el empleo, se comentan algunos resultados que se obtienen de sus estimaciones y se resaltan algunas implicaciones sobre las consecuencias macroeconómicas de una desaceleración inmobiliaria, en función del grado de reasignación sectorial del empleo provocado por un aumento de los precios de la vivienda.

Posibilidades de construcción de nuevas viviendas y demanda de trabajo en el sector de la construcción

La estimación de los efectos de los precios de la vivienda sobre la reasignación sectorial del empleo requiere el planteamiento de un modelo económico con varios sectores en el que se establezcan las relaciones tecnológicas y económicas de las que se derivan las demandas sectoriales de trabajo. A continuación se describen brevemente los principales fundamentos teóricos que se han utilizado para derivar el modelo utilizado en las estimaciones que se comentan más adelante. Esta descripción evita las complejidades técnicas, siempre presentes

1. Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo n.º 0705, *House Prices and Employment Reallocation: International Evidence*, de Olympia Bover y Juan F. Jimeno. 2. Véase Girouard y Blöndal (2001).



FUENTE: Eurostat.

en este tipo de ejercicios y que se detallan en Bover y Jimeno (2007), y se limita a resaltar el principal ingrediente del ejercicio realizado, que es la consideración de diferencias internacionales en las posibilidades de construcción.

En el modelo se considera que la economía se compone de dos sectores, el sector de la construcción y el resto de sectores. En estos últimos la producción solo depende del nivel de empleo, por lo que la demanda de trabajo de dichos sectores dependería únicamente del salario real vigente en el mercado de trabajo. Por lo que se refiere al sector de la construcción y para recoger su heterogeneidad entre países, se supone que existen distintas zonas geográficas, cada una de ellas con limitaciones a la construcción diferentes, y que la construcción de nuevas viviendas en cada área viene dada por el empleo del sector hasta alcanzar la limitación en vigor. La demanda de trabajo en el sector de la construcción se obtiene agregando el empleo en las áreas geográficas no restringidas y en las restringidas. Así, su elasticidad respecto al precio de la vivienda resulta ser proporcional a la elasticidad de las áreas no restringidas, según un factor que representa el peso del empleo de estas áreas en el total del empleo en el sector de la construcción. Bajo estas condiciones, la demanda de trabajo en el sector de la construcción dependería del salario en el sector de la construcción, de las posibilidades de construcción en cada país y del precio esperado de la vivienda.

Las ecuaciones sectoriales permiten estimar varias elasticidades de la demanda de trabajo con respecto al precio de la vivienda. Imponiendo la condición de que los salarios relativos entre el sector de la construcción y el resto de sectores se mantienen constantes, un supuesto que no parece estar en contradicción con los datos disponibles, se puede obtener el peso del empleo del sector de la construcción en relación con el resto de sectores de la economía como función del precio esperado de la vivienda en términos reales, de las posibilidades de construcción y de la interacción entre ambas variables. Por otra parte, utilizando datos de salarios en el sector de la construcción se puede estimar la elasticidad de la demanda de trabajo de dicho sector con respecto al precio de la vivienda. Finalmente, a partir de estos dos parámetros puede obtenerse la elasticidad de la demanda de trabajo del resto de los sectores y la de la demanda de trabajo del conjunto, ambas con respecto al precio de la vivienda. La consideración de distintas posibilidades de construcción por países hace que exista variación internacional en las elasticidades de la demanda de trabajo con respecto al precio de la vivienda, en cualquiera de las tres dimensiones anteriores.

Datos

La muestra utilizada en la estimación de las elasticidades de la demanda de trabajo con respecto al precio de la vivienda se compone de datos de nueve países (Estados Unidos, España, Suecia, Reino Unido, Bélgica, Francia, Austria, Italia y Holanda) para los que existen series temporales de precios de la vivienda homogéneas con, al menos, doce observaciones anuales. El período temporal varía por países en función de la disponibilidad de datos, si bien para todos ellos incluye la década de los años noventa, y para Suecia, Reino Unido y Estados Unidos, también la de los años ochenta. Los datos sobre empleo sectorial están tomados de la base de datos relativa a Cuentas Nacionales de Eurostat³.

Las posibilidades de construcción en cada país se aproximan utilizando su índice de densidad de población corregido por el porcentaje de familias que residen en viviendas unifamiliares (el logaritmo del producto de la densidad de población, número de habitantes por km², y el porcentaje de hogares que residen en viviendas unifamiliares). Así, este indicador recoge dos factores relevantes sobre las posibilidades de construcción: i) la disponibilidad física de suelo, y ii) la existencia de otras restricciones relativas a la regulación y la planificación urbana que probablemente imponen más limitaciones a la construcción en aquellos países más densamente poblados y con mayor incidencia de las viviendas unifamiliares. El cuadro 1 presenta los valores de esta variable y sus componentes para los nueve países de la muestra. En función de estos datos, los tres países que tendrían restricciones a la construcción de nuevas viviendas más notables serían Bélgica, Holanda y Reino Unido, mientras que España, Suecia y Estados Unidos estarían en el extremo opuesto.

Resultados

El cuadro 2 resume los principales resultados obtenidos del conjunto de estimaciones de las elasticidades de las demandas de trabajo sectoriales realizadas con distintas especificaciones, métodos de estimación, muestras y definiciones de variables⁴. En relación con la demanda de trabajo relativa del sector de la construcción (definida como el logaritmo de la ratio de la demanda de trabajo en este sector y la demanda de trabajo en el resto de sectores)⁵, según los resultados, los países considerados pueden clasificarse en tres grupos: i) aquellos en los que se produce una elevada reasignación sectorial del empleo ante cambios en los precios de la vivienda (España, Estados Unidos y Suecia), de manera que un aumento de estos precios del 1 % provoca un aumento de la ratio de la demanda de trabajo del sector de la construcción

3. Para más detalles sobre definición de variables y fuentes de datos, véase el Apéndice de datos en Bover y Jimeno (2007). 4. Para más detalles, véase Bover y Jimeno (2007). 5. La inclusión de la interacción de la variable que representa las limitaciones a la construcción con el precio de la vivienda permite estimar una elasticidad de la demanda relativa de trabajo del sector de la construcción con respecto al resto de sectores, que resulta estadísticamente y económicamente significativa, algo que no ocurre cuando se omite esta variable.

	Densidad de población (población por km ²) (a)	Porcentaje de familias que residen en viviendas unifamiliares		log [(1) x (2)]
		2001 (2)	1994	
Austria	95,4	0,491	—	3,85
Bélgica	334,1	0,797	0,771	5,58
España	79,4	0,402	0,355	3,46
Francia	106,5	0,64	0,573	4,22
Italia	194,4	0,359	0,316	4,25
Holanda	448,6	0,682	0,648	5,72
Suecia	21	0,672	—	2,65
Reino Unido	239,2	0,816	0,781	5,27
Estados Unidos	27,8	0,7	—	2,97

FUENTES: US Bureau of the Census International Data Base, Eurostat y American Housing Survey.

a. Medias de todo el período muestral.

ELASTICIDADES CON RESPECTO AL PRECIO DE LA VIVIENDA (a)

CUADRO 2

	Del empleo en el sector de la construcción	Del peso relativo del empleo del sector de la construcción	Del empleo en el resto de los sectores	Del empleo agregado
Austria	0,775 (0,06)	0,292 (0,06)	0,483 (0,05)	0,516 (0,05)
Bélgica	0,386 (0,05)	-0,094 (0,05)	0,48 (0,05)	0,471 (0,05)
España	0,861 (0,07)	0,377 (0,07)	0,483 (0,06)	0,541 (0,06)
Francia	0,691 (0,05)	0,209 (0,05)	0,482 (0,04)	0,504 (0,04)
Italia	0,686 (0,05)	0,204 (0,05)	0,482 (0,04)	0,502 (0,04)
Holanda	0,357 (0,06)	-0,127 (0,06)	0,484 (0,05)	0,472 (0,05)
Suecia	1,043 (0,1)	0,56 (0,1)	0,483 (0,08)	0,54 (0,07)
Reino Unido	0,455 (0,05)	-0,025 (0,05)	0,48 (0,04)	0,479 (0,04)
Estados Unidos	0,971 (0,09)	0,487 (0,09)	0,484 (0,07)	0,518 (0,07)

FUENTE: Banco de España.

a. Errores estándar entre paréntesis.

con respecto a la demanda de trabajo del resto de los sectores de alrededor del 0,5%; ii) aquellos países donde no se produce una reasignación sectorial del empleo significativa o, si acaso, se produce en sentido contrario (Bélgica, Holanda y el Reino Unido), y iii) aquellos en los que la reasignación sectorial del empleo ante cambios en los precios de la vivienda es moderada (Austria, Francia e Italia), de manera que un aumento de estos precios del 1% provoca un aumento de la ratio de la demanda de trabajo del sector de la construcción con respecto a la demanda de trabajo del resto de los sectores del 0,25%.

Por lo que se refiere a las estimaciones de la elasticidad de la demanda de trabajo del sector de la construcción con respecto al precio de la vivienda, se encuentran diferencias significati-

vas entre países, como ocurre en el caso de la elasticidad de la composición sectorial del empleo, asociadas al indicador de limitaciones al sector de la construcción. El valor de las elasticidades estimadas está comprendido entre un mínimo de 0,36 en Holanda y un máximo de 1,04 en Suecia, y, no sorprendentemente, son los mismos países en los que hay una elevada reasignación sectorial del empleo ante variaciones del precio de la vivienda los que muestran una elevada elasticidad de la demanda de trabajo en el sector de la construcción con respecto a dicha variable.

Finalmente, la elasticidad de la demanda de trabajo del resto de sectores con respecto a los precios de la vivienda se estima en 0,48 y resulta ser bastante similar en todos los países. Este resultado se debe a que las diferencias internacionales en la respuesta de la demanda de trabajo del resto de los sectores a variaciones en los precios de la vivienda no tienen que ver con las limitaciones a la construcción, sino, probablemente, con las distintas magnitudes de los efectos riqueza y con otras causas. Por tanto, las diferencias internacionales de la elasticidad de la demanda de trabajo agregada con respecto a los precios de la vivienda se originan únicamente en las diferencias de la elasticidad de la demanda de trabajo del sector de la construcción, y, dado que el peso de este sector es reducido, dichas diferencias agregadas resultan ser de poca magnitud, de manera que en la muestra de países considerados se mantienen entre un mínimo de 0,47 en Bélgica y un máximo de 0,54 en España y Suecia.

Conclusiones

El objetivo del ejercicio empírico realizado ha sido identificar las causas de las diferencias internacionales en la respuesta de la composición sectorial del empleo a cambios en el precio de la vivienda. De acuerdo con los resultados, una buena parte de estas diferencias puede explicarse mediante la existencia de limitaciones a la construcción relacionadas con la disponibilidad de suelo urbanizable. Así, un sencillo indicador, la densidad de población corregida por el porcentaje de familias que residen en viviendas unifamiliares, permite estimar las elasticidades de la demanda de trabajo en el sector de la construcción con datos internacionales de una manera bastante precisa. Los países que tienen menos posibilidades de construcción presentan una menor reasignación sectorial del empleo hacia el sector de la construcción como respuesta a aumentos del precio de la vivienda.

Aunque la muestra utilizada no permite estimar si la respuesta de la demanda de trabajo es asimétrica ante variaciones del precio de la vivienda de distinto signo, los resultados apuntan a que los países que han experimentado un fuerte aumento del empleo en el sector de la construcción se enfrentan a una situación en la que la desaceleración de los precios inmobiliarios puede provocar un mayor impacto sobre el empleo agregado a corto plazo. Ante esta tesitura, para que los efectos negativos de la desaceleración de los precios inmobiliarios sobre el empleo no sean muy acusados, resulta muy relevante que se acentúe el grado de flexibilidad del mercado de trabajo, tanto en lo que se refiere a la movilidad geográfica, sectorial y funcional de los trabajadores, para disminuir las consecuencias de la caída de la demanda de trabajo en el sector de la construcción, como en la formación de salarios, para facilitar el ajuste de costes y precios relativos entre sectores. Por otra parte, una excesiva concentración de recursos productivos en el sector de la construcción tiene consecuencias negativas sobre la evolución de la productividad agregada, su tasa de crecimiento y, en definitiva, la senda sostenible de crecimiento económico en el medio y largo plazo. En consecuencia, una vez producida la expansión inmobiliaria, no debería limitarse el ajuste de los precios de la vivienda y de la actividad del sector de la construcción hacia ritmos de crecimiento más coherentes con un crecimiento equilibrado por intervenciones de política económica dirigidas a paliar la destrucción de empleo en dicho sector.

16.7.2008.

BIBLIOGRAFÍA

- BOVER, O., y J. F. JIMENO (2007). *House Prices and Employment Reallocation: International Evidence*, Documentos de Trabajo, n.º 0705, Banco de España.
- GIROUARD, N., y S. BLÖNDAL (2001). *House Prices and Economic Activity*, Economics Department Working Papers, n.º 279, OCDE.

Este artículo ha sido elaborado por Marta Manrique y Ana del Río, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Conceptualmente, la *variación de existencias* es parte de la formación bruta de capital de una economía y, de acuerdo con el Sistema Europeo de Cuentas (SEC-95), recoge la evolución del almacenamiento por parte de los productores de un conjunto muy heterogéneo de bienes. En particular, se contabilizan como existencias las materias primas y bienes adquiridos por los productores para su consumo intermedio, los bienes en curso de elaboración, y los productos terminados pendientes de venta y los adquiridos para su reventa. A diferencia de algunos países, para la zona del euro no se dispone de estimaciones del *stock* o capital en existencias ni de su distribución por tipo de producto o por ramas productivas.

Por su naturaleza, las existencias se mantienen principalmente en el sector manufacturero, aunque los bienes en curso de fabricación incluyen las cosechas no recogidas y la obra en ejecución, lo que origina la acumulación de existencias en la agricultura y la construcción. Además, dentro del sector servicios también se contabilizan en esta rúbrica los bienes adquiridos para su reventa en el comercio y algunos productos en proceso de elaboración, como los dossiers médicos y legales, las películas y los programas de ordenador.

En la estimación de las cuentas nacionales, la partida de Variación de existencias (junto con la de Adquisición de objetos valiosos) garantiza que el PIB sume lo mismo desde la perspectiva de la demanda (gasto) y de la oferta (producción). Esto introduce frecuentes revisiones en la variable debido a las posibles discrepancias entre ambos enfoques.

En términos cuantitativos, el peso de la variación de existencias en el PIB anual es relativamente pequeño, menos del 0,5% en el caso de la UEM, pero su contribución al crecimiento del producto suele ser bastante importante en las variaciones de corto plazo, especialmente al inicio de las etapas de recesión y expansión económica.

Desde el punto de vista de los determinantes, las perspectivas de demanda de los productores desempeñan un papel fundamental en la inversión en existencias. Sin embargo, el ajuste lento de los procesos productivos y los cambios no esperados en la demanda hacen que esta partida de la contabilidad nacional ofrezca una señal relativamente tardía con respecto al ciclo. Esta característica, unida a la demora en la publicación de las cuentas nacionales y a las revisiones de datos entre las distintas estimaciones, realza el valor de los indicadores cualitativos disponibles que miden la valoración subjetiva del nivel de existencias por parte de los empresarios.

El objetivo de este artículo es describir e interpretar la evolución e importancia de la variación de existencias en la zona del euro en los últimos años. Para ello, tras esta introducción, se revisan los determinantes teóricos. En el epígrafe 3 se presentan algunas propiedades empíricas de esta variable en la UEM, con particular atención a su patrón cíclico. En el epígrafe cuarto se analiza la información cualitativa de diferentes encuestas de opinión y su virtualidad para adelantar el perfil de la variación de existencias de la contabilidad nacional y del ciclo. Finalmente, se resumen las principales conclusiones.

Fundamentos teóricos de la inversión en existencias

Desde el punto de vista del productor individual, el nivel deseado de existencias será aquel que maximice sus beneficios, es decir, el que iguale la productividad marginal (que dependerá de las ventas previstas) con el coste de uso del capital, que incluye la depreciación de las existencias y

el tipo de interés real. Este último aproximará el coste de oportunidad de invertir en existencias (o, en su caso, de financiarlas), de forma que, si los tipos de interés aumentan, las empresas ajustarán su nivel de existencias a la baja, ya que el coste de mantenerlas es mayor.

Tradicionalmente se ha postulado la denominada *hipótesis de suavización intertemporal de la producción* como el principal motivo para mantener existencias de productos terminados. En su formulación original las existencias permiten a las empresas evitar los costes de ajustar la producción ante las variaciones exógenas en la demanda. En este sentido, la demanda de factores productivos es más estable, se asegura su disponibilidad y se reduce la exposición a variaciones de precios. La estabilidad en la producción supone acumular (reducir) existencias en contextos de mayor debilidad (expansión) de la demanda, evitando, por tanto, fluctuaciones bruscas en la producción y actuando como un colchón ante imprevistos de demanda.

La *hipótesis de suavización intertemporal de la producción* implica que la producción presentará una menor volatilidad que las ventas y, en segundo lugar, que las existencias mostrarán un comportamiento estabilizador y anticíclico, es decir, una correlación negativa entre las existencias y las ventas. Sin embargo, como se ha puesto de manifiesto en algunos estudios, por ejemplo, Blinder y Maccini (1991), estas regularidades no se suelen verificar empíricamente.

Una primera explicación del reducido papel estabilizador de las existencias podría ser la que ofrece la *hipótesis del acelerador*. Según esta teoría alternativa, los costes de ajuste en la producción y la aversión de los empresarios a incurrir en el riesgo de pérdidas por aumentos inesperados de la demanda generan un patrón procíclico en el nivel deseado de existencias. Así, las empresas incrementan su ratio de inventarios cuando las perspectivas de crecimiento de las ventas son más dinámicas, para evitar desatender una demanda más expansiva que su capacidad productiva a corto plazo.

Además, la presencia de costes fijos en la producción o en el encargo de pedidos y las asimetrías en el coste de ajuste de excesos frente a defectos en el nivel de inventarios pueden generar un comportamiento no lineal de las existencias. Estos factores, unidos a la heterogeneidad de las empresas y al coste de mantener existencias muy alejadas del nivel deseado, hacen que la dinámica agregada se suela desviar de la teoría más tradicional de suavización de la producción postulada para el empresario individual [véase, por ejemplo, McCarthy y Zakrajšek (1999)].

Como resultado, la inversión en existencias reflejará el compromiso entre el coste de ajustar la producción y el de mantener grandes desviaciones del stock de inventarios respecto al nivel deseado. Así, partiendo de una ratio óptima de mercancías sobre nivel previsto de ventas, se producirán fluctuaciones en torno a esa magnitud en función de las variaciones de la demanda. Una desaceleración no prevista en las ventas generará una acumulación de existencias por encima del nivel objetivo y, solamente cuando el exceso de existencias supere un determinado umbral, comenzará una fase de ajuste a la baja cuya intensidad dependerá de las nuevas expectativas de ventas, entre otros factores. De forma simétrica, al iniciarse un repunte no previsto en la demanda, se producirá una reducción no deseada de existencias que será reconstituida por el productor mediante aumentos en la producción una vez que la desviación alcance un determinado nivel y se revisen las perspectivas de ventas. Esta dinámica generará un patrón en las existencias que será inicialmente anticíclico, si bien acabará siendo procíclico con un cierto retardo. Además, este comportamiento dará lugar a una elevada volatilidad que resulta fundamental a la hora de estudiar las fluctuaciones económicas. Tanto es así que, aproximadamente, la mitad de la caída del gasto en las recesiones viene explicada por la desacumulación de existencias.

La dinámica de la inversión en existencias es también difícil de caracterizar porque esta rúbrica de las cuentas nacionales incluye la evolución de las materias primas y bienes intermedios necesarios para la producción. De hecho, Tsoukalas (2005) muestra que, para el caso del Reino Unido, el almacenamiento de *inputs* es más importante que el de productos terminados, tanto en términos de tamaño como por su volatilidad, existiendo una elevada interrelación entre el *stock* de ambos tipos de bienes. Si las empresas se ven sometidas a frecuentes perturbaciones de oferta, pueden ser los factores productivos los que determinen la variación de existencias y, por tanto, la capacidad productiva del productor. La estimación conjunta de un modelo de existencias para materias primas y productos terminados de Tsoukalas apunta a que un encarecimiento de las materias primas genera una reducción de la producción temporalmente, lo que, en ausencia de cambios en las ventas, produce una caída de los inventarios por debajo de lo que sería el nivel deseado. Además, el ajuste de las existencias de factores productivos no es inmediato, especialmente desde el punto de vista agregado de la economía, ya que, por ejemplo, ante un empeoramiento del ciclo, y cuando lo permitan las restricciones contractuales, la empresa dejará de demandar estos bienes a sus proveedores, que pasarán a acumularlos hasta realizar los ajustes necesarios.

Desde una perspectiva más estructural, la ratio «existencias deseadas/ventas» puede variar en el largo plazo principalmente por dos razones. En primer lugar, por cambios en la estructura productiva de la economía, de forma que, por ejemplo, un peso creciente del sector servicios tenderá a reducir la magnitud de las existencias. En segundo lugar, por avances en los procesos de producción y en la logística de las empresas que mejoren la gestión de existencias. En este sentido, el método *just-in-time* del que las empresas japonesas son precursoras busca la reducción de los «desperdicios», es decir, de todo aquello que no se necesita en el preciso momento, como, por ejemplo, los denominados «colchones de capacidad», esto es, los grandes lotes almacenados en los inventarios, entre otros. La mayor eficiencia en la gestión de inventarios conllevará una cuantiosa reducción de los costes y, además, contribuirá a reducir la volatilidad del PIB. Por estas razones, es posible que, a largo plazo, se observe una disminución en la «variación de existencias/PIB» (por término medio) que refleje esa caída en la ratio de «existencias deseadas/ventas».

Caracterización de la inversión en existencias de la contabilidad nacional

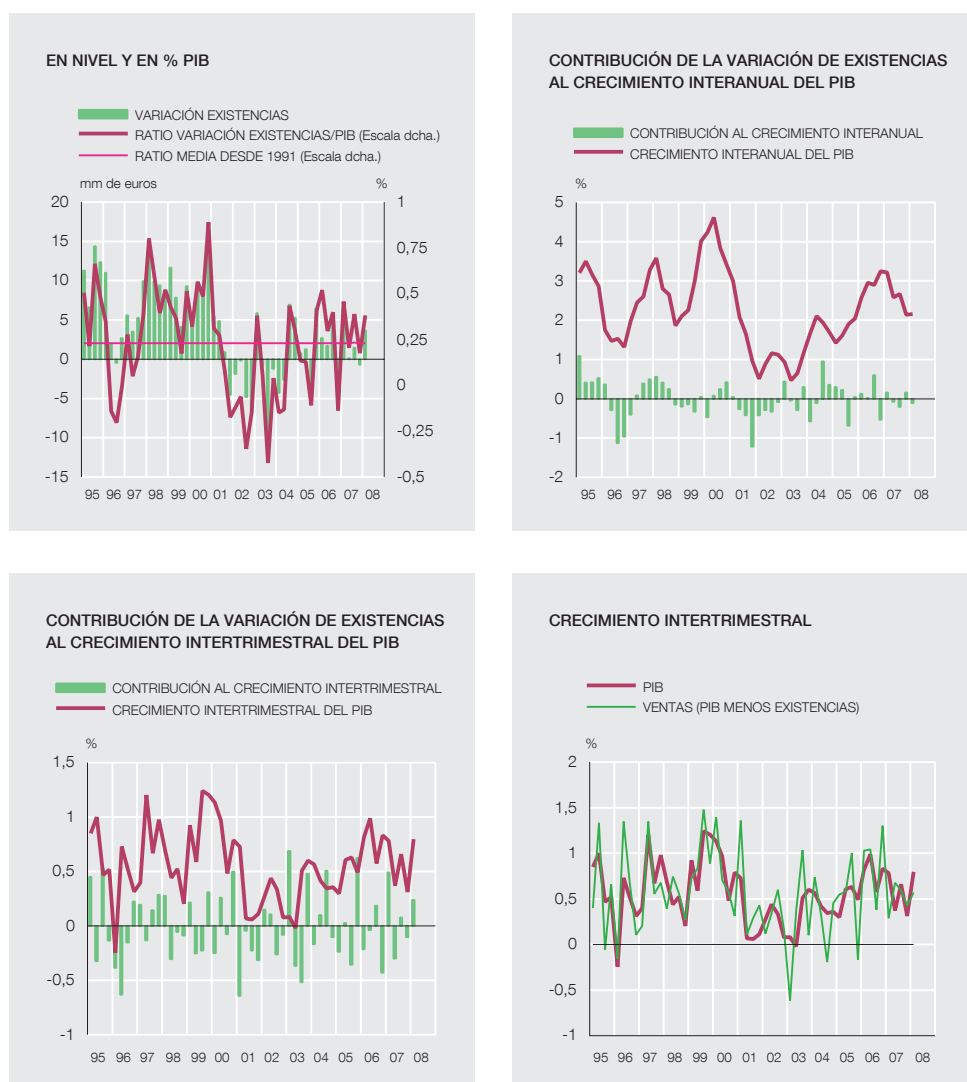
En la contabilidad nacional, la variación de existencias es uno de los componentes más pequeños del gasto. Como se muestra en el gráfico 1, en la zona del euro esta rúbrica representa un 0,2% del PIB trimestral en términos medios del período 1995-2007 (y del 0,3% tomando el valor absoluto de la variación de existencias). No obstante, se ha producido una reducción desde un 0,37% en 1995 hasta un 0,13% en 2002-2007. Esta aparente tendencia puede reflejar mejoras en la gestión de inventarios o, a nivel agregado de la economía, la importancia creciente del sector servicios, donde se mantienen menos existencias. Así, el valor añadido bruto del sector servicios en la UEM ha pasado del 67,8% en 1995 a un 71,2% en 2007. Además, el desglose por países también ilustra, en parte, esta intuición. Como se muestra en el gráfico 2, el peso de las existencias parece estar relacionado positivamente con el dinamismo de la actividad económica del país, y negativamente, aunque de forma más débil, con la importancia del sector servicios en la economía.

Por otro lado, se trata de la partida de gasto más volátil del PIB, sobre todo si se tiene en cuenta su tamaño relativo. El coeficiente de variación¹ de la tasa interanual del PIB trimestral es de 0,59 en el período 1995-2007, frente a un valor superior a 13 del componente de variación de existencias. Para la tasa intertrimestral, este estadístico es también 25 veces más pequeño en

1. El coeficiente de variación es el cociente entre la desviación típica y la media aritmética. Este estadístico mide el grado de dispersión en relación con la media de la muestra.

VARIACIÓN DE EXISTENCIAS EN LA UEM

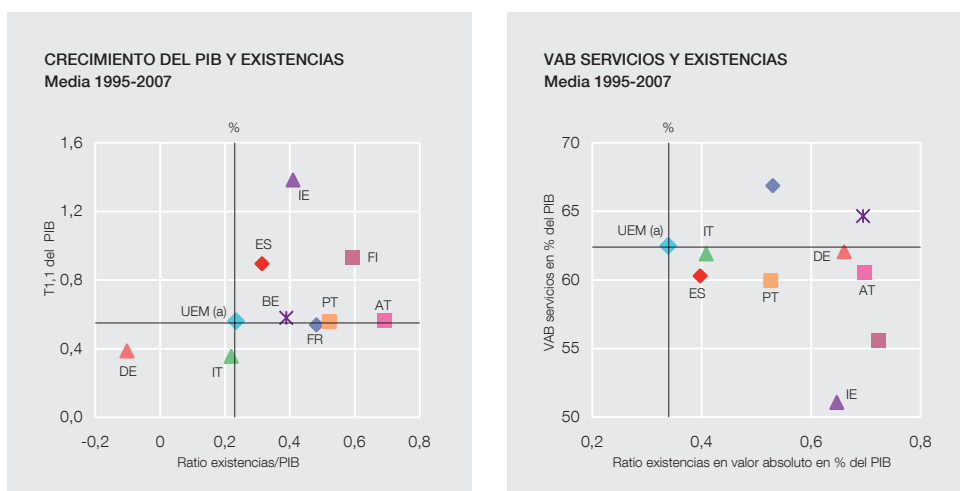
GRÁFICO 1



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

INVERSIÓN EN EXISTENCIAS EN LOS PAÍSES DE LA UEM

GRÁFICO 2



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. La agregación de países en la UEM hace que se compensen variaciones negativas con positivas que dan lugar a una ratio más pequeña.

el caso del PIB. Asimismo, según estos cálculos, para el período considerado la producción se ha mostrado algo más estable que las ventas (aproximadas por el PIB menos la variación de existencias y con un coeficiente de 0,5), lo que apoyaría la hipótesis de suavización temporal de la producción, en contraposición con lo observado en países como Reino Unido o Estados Unidos [véanse Elder y Tsoukalas (2006) o Blinder y Maccini (1991)].

En términos de la contribución de las existencias al crecimiento del PIB, se observa que la aportación al avance interanual es relativamente pequeña, aunque no despreciable, y con un perfil procíclico bastante definido (véase panel superior derecho del gráfico 1). En cambio, a pesar de su pequeño tamaño, la variación de existencias explica una parte importante de los cambios intertrimestrales del PIB, especialmente en trimestres próximos a puntos de giro de la actividad (véase panel inferior izquierdo del gráfico 1). En promedio desde 1995, como cabe esperar, la aportación al crecimiento económico es cercana a cero [0,02 puntos porcentuales (pp)].

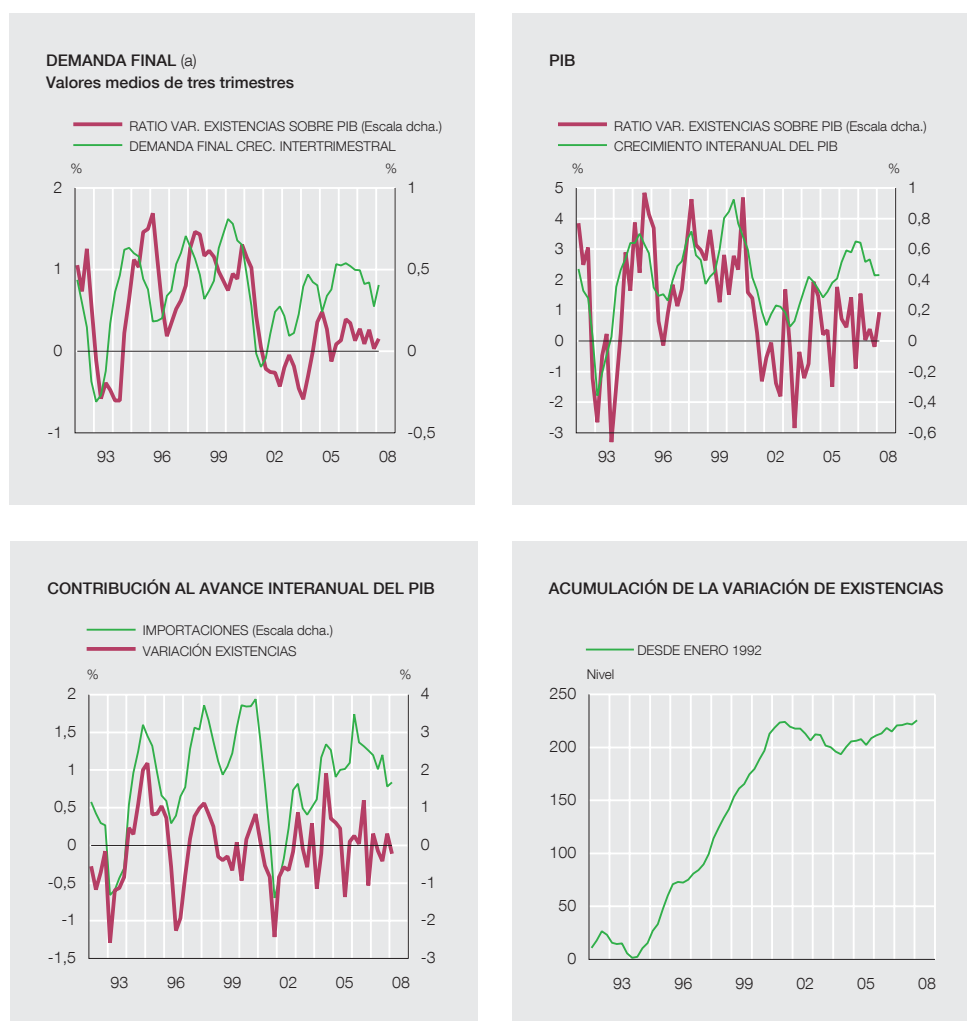
El ajuste lento de los procesos productivos y los movimientos no anticipados de la demanda hacen que las existencias actúen como amortiguadores de las ventas en el muy corto plazo y, especialmente, en los cambios de ciclo, cuando la demanda es más difícil de pronosticar (véase panel inferior derecho del gráfico 1). Los excesos (defectos) de existencias que se generan al inicio de las recesiones (expansiones) son posteriormente ajustados a la baja (alza) para adaptarse a la nueva coyuntura, lo que da lugar a un patrón procíclico y desfasado con respecto a la demanda final y al PIB, que se ilustra en el gráfico 3. Desde 1995, la aportación máxima de las existencias al crecimiento interanual del PIB fue de un punto porcentual en el primer trimestre de dicho año, mientras que en las fases bajas del ciclo ha detraído crecimiento del PIB por valores algo superiores. A modo de ejemplo y a partir de una extensión de los datos hasta principios de los noventa, se puede estimar que en el conjunto del año 1993, cuando el PIB de la UEM se redujo un 0,8% en tasa interanual, la inversión en existencias contribuyó en más de 0,7 pp a esta caída².

El análisis de correlaciones presentado en el cuadro 1 también constata el patrón cíclico descrito. La correlación contemporánea de la variación de existencias con el PIB es de 0,68, pero el valor más elevado de este estadístico se obtiene en el retardo uno (utilizando tasas de crecimiento interanual) y tres (en las intertrimestrales), lo que sugiere un adelanto de la evolución de la actividad.

Con respecto a otros componentes del gasto, cabe destacar que la variación de existencias presenta una elevada correlación con los flujos de importación (véase panel inferior izquierdo del gráfico 3). Esta sintonía se explica porque un volumen elevado de estos últimos son materias primas, bienes intermedios o, también, productos acabados que todavía no han pasado a satisfacer la demanda interna.

Como se observa en los gráficos 1 y 3, en el período reciente la acumulación de existencias ha carecido de un perfil cíclico definido, manteniendo una aportación positiva en promedio en el período 2002-2007, pero con frecuentes fluctuaciones al alza y a la baja. Además, si se acumulan las variaciones en las existencias desde principios de la década de los noventa, se observa que este tipo de inversión ha sido particularmente débil en los últimos años (véase panel inferior derecho del gráfico 3). Este comportamiento podría reflejar la falta de impulso de la demanda interna en la UEM, especialmente del gasto en consumo, que ha hecho que los productores no se decidan a revisar al alza sus niveles óptimos de existencias.

2. Según Tsoukalas (2005), la contribución de los inventarios a la reducción del PIB en la recesión de principios de los noventa es de un 67% en el caso de Reino Unido, 71% en Francia, 19% en Alemania y 30% en Italia.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. La demanda final es el PIB más las importaciones.

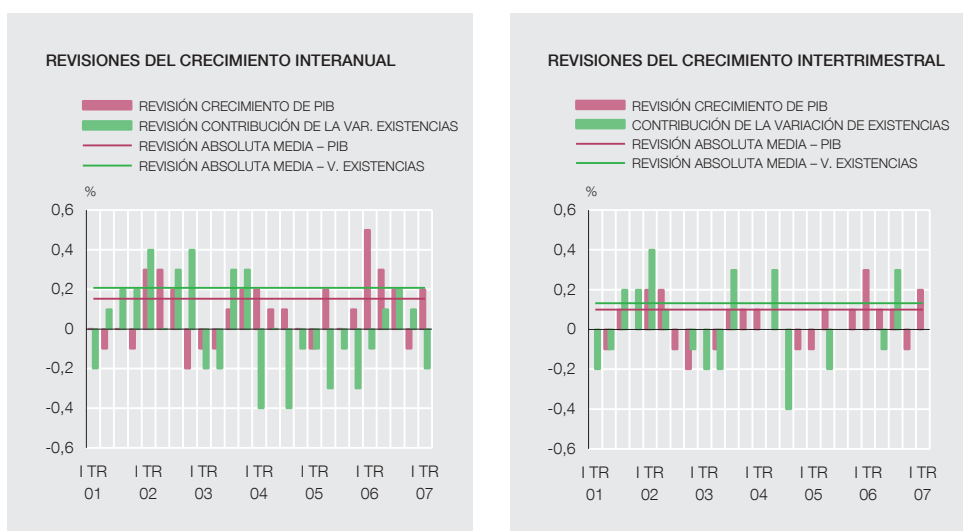
CORRELACION DE LA VARIACIÓN DE EXISTENCIAS EN % DEL PIB (a)

CUADRO 1

En T ± ...	Respecto al crecimiento interanual:			Respecto al crecimiento intertrimestral:		
	PIB	Demanda final	Importaciones	PIB	Demanda final	Importaciones
-4	0,34	0,36	0,40	0,38	0,44	0,48
-3	0,55	0,56	0,58	0,61	0,62	0,56
-2	0,67	0,68	0,69	0,60	0,63	0,57
-1	0,71	0,72	0,72	0,42	0,45	0,44
0	0,67	0,68	0,68	0,26	0,32	0,34
1	0,54	0,52	0,49	0,16	0,08	0,02
2	0,41	0,35	0,29	0,02	-0,08	-0,16
3	0,27	0,17	0,09	-0,02	-0,12	-0,19
4	0,15	0,02	-0,08	-0,03	-0,08	-0,11

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Se mide la correlación entre la variación de existencias en T y la variable de referencia en T+J.



FUENTE: Eurostat.

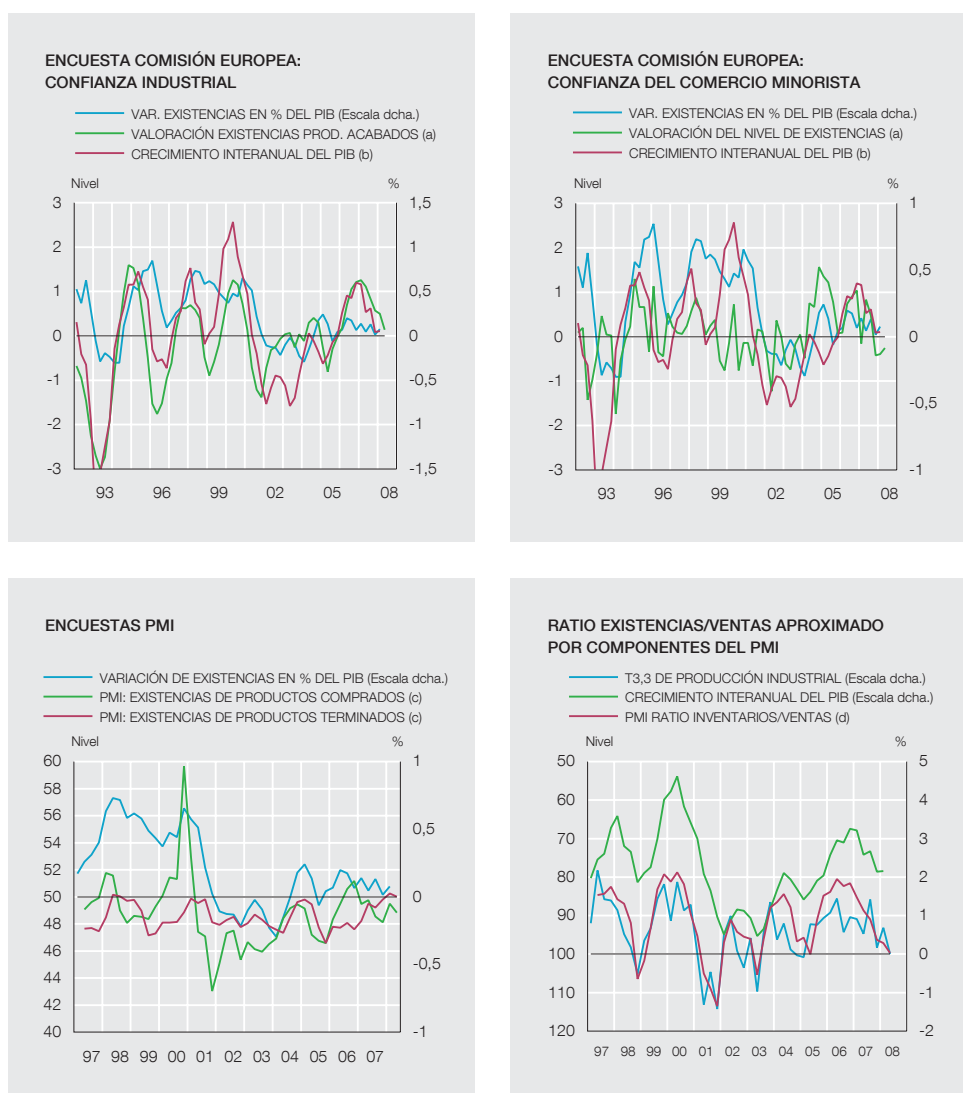
Finalmente, hay que señalar que la información sobre existencias en la contabilidad nacional, por su forma de estimación, está sujeta a revisiones importantes. Eurostat publica la primera estimación del PIB del área del euro y su desglose por componentes de la demanda unos sesenta días después del final del trimestre de referencia. El gráfico 4 recoge, para el período 2001-2006, la magnitud de las revisiones entre la primera estimación y los datos disponibles un año más tarde. Como se puede observar, las revisiones en la contribución de la variación de existencias al crecimiento de la actividad son relativamente elevadas, superiores a las del crecimiento del PIB, aunque no llegan a alterar el perfil de la variable. En términos medios, la revisión absoluta es de 0,21 pp y 0,13 pp en la contribución al crecimiento interanual e intratrimestral del PIB, respectivamente, aunque en algunos trimestres han llegado a alcanzar 0,4 pp.

Los indicadores cualitativos sobre las existencias

Las encuestas de confianza constituyen una valiosa fuente de información sobre la valoración subjetiva de los empresarios con respecto a la inversión en existencias. Una de las principales ventajas es que están disponibles con muy poco retraso respecto al fin del período de referencia y, por tanto, muy adelantadas a la publicación de la contabilidad nacional trimestral de la UEM.

La Comisión Europea (CE) publica sus encuestas la primera semana después del mes de referencia para todos los países de la UE. La encuesta de confianza industrial y del comercio minorista contiene una pregunta sobre el grado de satisfacción de los empresarios con el nivel de existencias de productos finales. En concreto, los productores revelan si, teniendo en cuenta la época del año, su nivel actual de productos terminados es demasiado alto (por encima de lo normal), adecuado (normal) o demasiado bajo (por debajo de lo normal). El indicador se computa como la diferencia entre el porcentaje de encuestados que han escogido la primera de las opciones y el porcentaje de los que han elegido la tercera, y, por la forma en que se formula la pregunta, no presenta estacionalidad. Por lo tanto, los valores positivos (negativos) del índice sugieren un nivel de existencias mayor (menor) del deseado, lo que se puede interpretar como un indicador adelantado de una contracción (expansión) de la producción del sector³.

3. La encuesta industrial de la CE también proporciona la valoración de los empresarios sobre las expectativas de producción y el nivel de pedidos, y ambos se comportan de forma muy similar al indicador sobre la valoración del nivel de existencias cuando este último se cambia de signo.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Indicador normalizado y cambiado de signo. Un valor positivo (negativo) indica que las existencias se sitúan por debajo (encima) del valor deseado.
- b. En desviaciones con respecto al promedio de la muestra.
- c. El nivel de 50 indica que no hay cambios en relación con el mes precedente, y niveles por encima y por debajo de esa cota denotan, respectivamente, una expansión o una contracción.
- d. Calculado como «PMI de existencias de productos terminados/PMI de nuevos pedidos».

Así, en el caso de la encuesta industrial, se observa una asociación negativa entre el indicador cualitativo y la ratio de la variación de existencias sobre PIB con un coeficiente de correlación contemporáneo del 0,39 (véanse gráfico 5 y cuadro 2). Además, la encuesta industrial parece adelantarse un trimestre, con una correlación que alcanza un 0,52, lo que se añade al adelanto de su publicación sobre la serie de la contabilidad nacional. Esta anticipación indica que, cuando las empresas consideran que las existencias son demasiado elevadas, se suele producir un ajuste a la baja en el siguiente trimestre⁴.

Nótese, además, que estos indicadores cualitativos no solo anticipan la acumulación de existencias, sino que muestran un elevado grado de asociación contemporánea con el crecimiento

4. La encuesta referida al comercio minorista muestra gran volatilidad y una reducida concordancia con la rúbrica de existencias de la contabilidad nacional o el crecimiento interanual del PIB.

En T ± ...	Respecto al nivel de las encuestas de confianza industrial de la CE		Respecto al nivel de las encuestas PMI (b)			
	Valoración de existencias de productos acabados	Expectativas de producción	Existencias de productos terminados	Existencias de inputs	Nuevos pedidos	Producción
-4	-0,25	0,39	-0,09	0,13	0,40	0,42
-3	-0,41	0,50	-0,08	0,30	0,55	0,56
-2	-0,51	0,55	-0,04	0,39	0,49	0,51
-1	-0,52	0,57	-0,07	0,45	0,48	0,51
0	-0,39	0,43	0,24	0,66	0,33	0,40
1	-0,18	0,21	0,49	0,54	0,14	0,20
2	0,04	-0,01	0,31	0,32	0,04	0,08
3	0,24	-0,19	0,25	0,16	-0,07	-0,04
4	0,38	-0,31	0,05	0,12	-0,11	-0,07

FUENTES: Comisión Europea y Reuters.

a. Se mide la correlación entre la variación de existencias en T y la variable cualitativa en T+J.

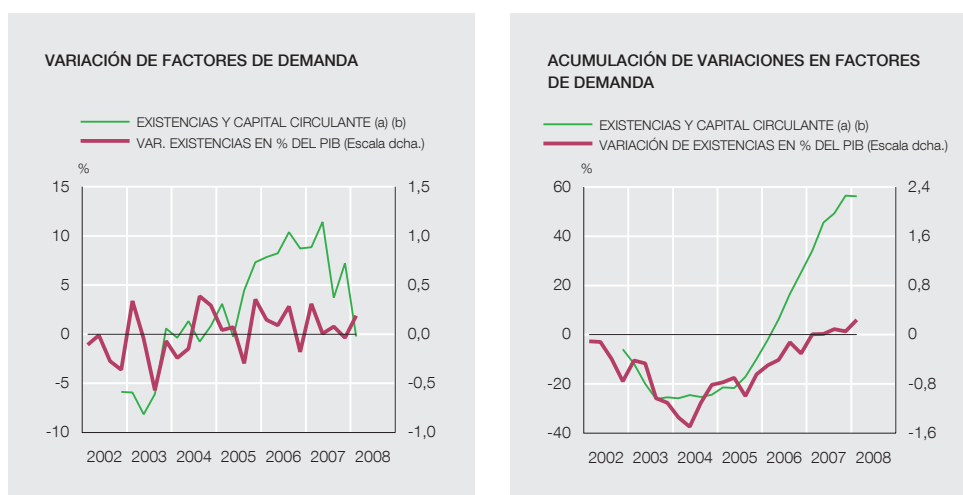
b. Preguntas de las encuestas del Índice de gestores de compras.

to interanual del PIB (véase gráfico 5). Como se ilustra en Cuenca y Millaruelo (2006), los indicadores cualitativos tienden a presentar una mayor afinidad con las variaciones interanuales de las variables macroeconómicas, lo que refleja que las contestaciones de los empresarios suelen tener como referencia el mismo período del año anterior.

Cabe destacar, además, que los encuestados suelen reflejar un tono pesimista en sus respuestas, ya que el indicador siempre se sitúa en valores positivos que indican un almacenamiento de productos terminados mayor del deseado. En la historia disponible de esta serie desde 1985, la media tiene un valor de 9, siendo el menor registro una cifra de 2, en enero/febrero de 1989 y en noviembre de 1994, mientras que la peor magnitud alcanzó el nivel de 23 en abril de 1993. Desde septiembre de 2007 hasta marzo de 2008, la evolución de este indicador ha sido relativamente estable en torno al nivel de 7, por debajo de la media histórica. A partir de entonces se ha producido un incremento hasta el nivel de 10 en junio, en sintonía con la desaceleración del PIB en términos interanuales.

La encuesta de Reuters a los directores de compras del sector de manufacturas (en lo sucesivo, PMI) ofrece información del cambio de existencias de productos terminados y de productos comprados (o *inputs*). En particular, se pide a los encuestados que comparen el *stock* de existencias, en unidades, respecto al del mes precedente. El indicador, publicado la primera semana del mes siguiente al de referencia, se suele presentar como un índice de difusión construido como el porcentaje de contestaciones positivas más la mitad de las neutras sobre el total de respuestas. De este modo, un nivel de 50 indica que no hay cambios en relación con el mes precedente, y niveles por encima y por debajo de esa cota denotan, respectivamente, una expansión o una contracción. A diferencia del indicador de la CE, se ignora si el cambio es deseado o no. Además, esta encuesta solo se realiza en seis países de la UEM —Alemania, Francia, Italia, España, Austria e Irlanda—, que representan alrededor del 86% del valor añadido de las manufacturas del área.

El PMI de productos comprados (o *inputs*) presenta una evolución contemporánea con la variación de existencias (en porcentaje del PIB), con un coeficiente de correlación de 0,66 que pone de relieve la importancia de este tipo de bienes en la dinámica de la variable de las cuentas nacionales (véanse gráfico 5 y cuadro 2). Por su parte, el PMI de productos termi-



FUENTE: Banco Central Europeo.

a. Esta pregunta de la encuesta señala lo que las entidades creen que es el efecto de la inversión en existencias y capital circulante sobre la demanda de préstamos y líneas de crédito de las empresas.

b. Una disminución (aumento) significa que la demanda de crédito habría caído (subido) por este factor.

nados muestra una asociación más débil con la variación de existencias de la contabilidad nacional y, en la muestra disponible, se ha caracterizado por situarse en niveles inferiores a 50, lo que, de nuevo, manifiesta cierta percepción negativa por parte de los empresarios. Otras preguntas de la encuesta PMI, como la valoración de los empresarios sobre nuevos pedidos y sobre su producción, tienen un perfil muy similar al del PMI de existencias y parece que adelantan un trimestre a la variable de contabilidad nacional. Por otro lado, los componentes del PMI sobre productos terminados y los nuevos pedidos permiten aproximar la evolución de la ratio de inventarios/ventas. La comparación de esta ratio con indicadores de producción en las manufacturas, como el IPI y el propio PIB, muestra una elevada correlación de carácter contemporáneo.

Finalmente, la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), disponible desde finales de 2002, ofrece cada trimestre información sobre si la demanda de crédito para financiar existencias y capital circulante se contrae o se expande en relación con el trimestre anterior. Desde 2005, el indicador, que se muestra en el gráfico 6, presenta un valor positivo, lo que apunta a un impulso de los fondos solicitados para realizar este tipo de inversión. Tras el inicio de las turbulencias financieras en el verano de 2007, los incrementos han perdido intensidad, hasta experimentar un ligero retroceso en el primer trimestre de 2008. Para obtener una señal menos volátil, en el panel derecho del gráfico 6 se han acumulado las variaciones trimestrales, y se observa gran sintonía entre ambos indicadores, que podría interpretarse como una señal de que la inversión en existencias no es de carácter indeseado. No obstante, la escasa perspectiva temporal de la EPB y la baja intensidad con la que se está manifestando la acumulación de inventarios en el ciclo actual no permiten ser muy concluyentes sobre la relación entre estos dos indicadores.

Conclusiones

La variación de existencias es un componente del gasto con un reducido peso en el PIB y con una elevada volatilidad. Su importancia para explicar la actividad productiva es importante en el corto plazo. En el medio y largo plazo, en cambio, las variaciones de existencias tienden a compensarse, por lo que su contribución al avance del producto es reducida. Es más, la mejora en los sistemas de gestión de inventarios y el aumento del peso del sector servicios tienden a reducir el nivel necesario de existencias.

En las cuentas nacionales, la variación de existencias es parte de la formación bruta de capital e incluye las entradas y salidas de un grupo de bienes muy heterogéneo que dificulta la caracterización de su dinámica agregada. Además, por su forma de estimación se trata de una rúbrica sujeta a importantes revisiones.

Desde el punto de vista de los determinantes también resulta complicado caracterizar este tipo de inversión, debido, entre otros factores, a la presencia de costes fijos y asimetrías en el ajuste de la producción, la heterogeneidad de las empresas y de los bienes que constituyen sus existencias o la interrelación entre el almacenamiento de productos finales y el de bienes para el consumo intermedio.

Según la teoría más tradicional, las existencias se acumulan para estabilizar la producción. Este hecho estilizado no se suele verificar con datos macroeconómicos, aunque para la zona del euro se obtiene un coeficiente de variación de las ventas ligeramente superior al de la producción. No obstante, las desviaciones excesivas de los inventarios con respecto a los niveles óptimos deseados generan ajustes importantes en la producción, particularmente cuando las perspectivas económicas se revisan, lo que da lugar a que las existencias no amortigüen las fluctuaciones cíclicas. Los datos para la UEM parecen confirmar este papel acelerador del ciclo económico algo retrasado.

En los últimos años, la acumulación de existencias en la UEM ha sido relativamente débil, con un perfil cíclico poco definido. En el período 2002-2007 la aportación de este componente al crecimiento del PIB fue positiva en promedio, aunque reducida, con frecuentes fluctuaciones al alza y a la baja. De hecho, si se acumulan las variaciones en las existencias desde los noventa se observa que este tipo de inversión ha sido particularmente débil en los últimos años, lo que podría reflejar la falta de impulso de la demanda interna en la UEM.

La demora en la publicación de las cuentas nacionales y sus posteriores revisiones hacen que la información cualitativa de las encuestas de opinión tenga gran valor añadido en el análisis de las existencias. En este sentido, es reseñable la encuesta de confianza industrial de la CE, que aproxima la satisfacción de los empresarios con el nivel de existencias de productos finales. Este indicador muestra un elevado grado de asociación contemporánea con el avance interanual del PIB y permite identificar excesos (déficit) en el nivel de existencias que anticipan su posterior desacumulación (restauración). Por otro lado, la estrecha relación del PMI de existencias de *inputs* ilustra la importancia de este otro tipo de bienes en la determinación de la variable de contabilidad nacional. Finalmente, la EPB proporciona información sobre la expansión/contracción de la demanda de crédito para financiar existencias y capital circulante, aunque su escasa perspectiva temporal no permite ser muy concluyente sobre su relación con otros indicadores.

9.7.2008.

BIBLIOGRAFÍA

- BLINDER, A. S., y L. J. MACCINI (1991). «Taking stock: A critical assessment of recent research on inventories», *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, n.º 1, pp. 73-96.
- CUENCA, J. A., y A. MILLARUELO (2006). «Las encuestas de opinión y el análisis de coyuntura de la actividad real en la UEM», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- ELDER, R. y J. TSOUKALAS (2006). «Investing in inventories», *Quarterly Bulletin*, verano, Bank of England.
- MCCARTHY, J., y E. ZAKRAJŠEK (1999). *Microeconomic inventory adjustment and aggregate dynamics*, BIS Working Paper, n.º 63.
- TSOUKALAS, J. (2005). *Modelling manufacturing inventories*, Bank of England Working Paper, n.º 284.

LOS ESTABLECIMIENTOS DE CAMBIO Y TRANSFERENCIA DE DIVISAS AL EXTERIOR.
ACTIVIDAD Y RESULTADOS EN 2007

Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2007

Este artículo ha sido elaborado por M.^a Mercedes Redondo, de la Dirección General de Regulación.

Al cierre del ejercicio 2007 había 2.315 establecimientos registrados con autorización para realizar actividades de compraventa de moneda o cheques de viajero y gestionar transferencias con el exterior (véase cuadro A.1). Las exigencias normativas para la autorización mantienen una relación directa con el riesgo implícito en cada una de las operaciones¹. Los cuadros de este artículo presentan los datos por agrupaciones de establecimientos con distinta clase de autorización.

Los establecimientos autorizados exclusivamente a comprar billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros (grupo COMP) eran 2.256, quince menos que el año anterior. De ellos, 203 ejercían su actividad con carácter exclusivo (4 más que en 2006) y los restantes 2.053 lo hacían con carácter complementario a su negocio principal (19 menos). El 96% de los establecimientos estaban ubicados en 6 comunidades autónomas².

Para una autorización de actividad más amplia se exige, entre otros requisitos, revestir la forma de sociedad anónima y tener como objeto social exclusivo la realización de las operaciones para las que están autorizados. Así, 13 establecimientos (uno menos que en 2006) se dedicaban, además de a comprar, a vender billetes extranjeros y cheques de viajero contra euros u otros billetes de banco extranjeros (grupo CV). Los 46 establecimientos restantes (grupo CVT) estaban autorizados, adicionalmente, a la gestión de transferencias recibidas del exterior o enviadas al exterior a través de entidades de crédito, si bien 41 limitaban su autorización a la gestión de transferencias con el exterior en concepto de gastos de estancias en el extranjero y remesas de trabajadores domiciliados en España.

Actividad del sector en 2007

La suma de las compras, ventas y transferencias emitidas y recibidas en 2007 ascendió a 7.825 m€, un 23,2% más que en 2006 (véase cuadro A.2). Contrariamente a lo que ha venido sucediendo en ejercicios anteriores, en 2007 dos agrupaciones presentaron crecimientos positivos de sus compras a clientes, el grupo CV (21,8%) y el que tiene como actividad principal las compras de divisas dentro del grupo COMP (22,2%). Este aumento fue suficiente para transformar en positivo el crecimiento del total de las compras a clientes (6,2%) y el de las compraventas (6%). Las transferencias emitidas continuaron creciendo como en años anteriores, pero a una tasa aún más alta en 2007, el 28,1%. El aumento del volumen de este tipo de operaciones fue generalizado, pues solo una cuarta parte de estos establecimientos presentaron crecimientos negativos.

El mayor volumen de negocio incrementó la competencia en el grupo CVT, con una reducción generalizada de las comisiones cobradas (del 4,3% al 3,8%), especialmente en las operaciones de gestión de transferencias (del 3,3% al 2,8%). Todo lo contrario sucedió en el pequeño grupo CV, que experimentó un aumento de 1,5 puntos porcentuales (pp) en la proporción de ingresos sobre actividad, hasta situarse en el 11,3%; en tres cuartas partes de estos establecimientos la ratio rozaba o superaba los dos dígitos, aunque solo un establecimiento de este grupo obtuvo resultados positivos en el ejercicio.

1. Véase RD 2660/1998, artículo. 4. 2. Andalucía, Baleares, Canarias, Cataluña, Madrid y Valencia.

	%															
	Compras a clientes										Transferencias emitidas					
	Total establecimientos		CVT		CV		COMP				CVT		Transferencias restringidas		Resto transferencias	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	Act. principal		Act. complen.		2006	2007	2006	2007	2006	2007
R1	4,1	4,1	60,2	62,0	22,6	29,4	11,0	11,1	5,3	5,2	10,4	10,6	14,2	16,6	31,2	27,3
R5	15,3	16,2	89,6	92,7	80,3	84,3	33,6	36,3	15,2	18,0	43,0	48,4	53,2	52,0	98,4	98,8
R10	22,8	25,8	99,7	100,0	99,8	100,0	48,8	52,1	23,2	26,2	69,0	69,0	72,5	69,6	100,0	100,0
R20	32,9	36,4	100,0	100,0	100,0	100,0	67,7	69,5	34,3	37,7	88,3	87,7	91,2	89,7	100,0	100,0
R50	51,0	54,7	100,0	100,0	100,0	100,0	89,6	91,7	51,1	54,2	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 6 de junio de 2008. Establecimientos existentes a cada fecha.

El número de asalariados y el de oficinas se movió en la misma dirección que el volumen de compraventas, con 113 empleados y 4 oficinas menos en el grupo de transferencias restringidas, 6 empleados y 15 oficinas más en el grupo Resto y 15 empleados y 3 oficinas más en el grupo CV. Por otra parte, el dinamismo de las transferencias se tradujo en 2.308 agentes y 2.145 locales más en el grupo de transferencias restringidas y 1.208 agentes y 1.318 locales más en el grupo Resto. En el grupo COMP aumentó el número de locales en ambos grupos, aunque el volumen de actividad evolucionó en cada grupo en sentido contrario: fue positivo en el que realiza compras como actividad principal, y negativo en el resto del grupo.

Las compras fueron fundamentalmente de euros, dólares y libras (el 97% del total), pero la libra esterlina acumuló la mayor parte, el 81% del total comprado en 2007, con más de 1.000 millones de euros (véase cuadro A.3). El grupo COMP realizó el 91% de las compras, 1.152 m€.

En el caso de las transferencias emitidas, las monedas relevantes fueron el euro y el dólar (el 99,7% del total en 2007). El euro acumulaba el 60,3%, proporción que se viene manteniendo con oscilaciones al alza o a la baja de un máximo de 4 pp desde 2002.

Hay dos países que figuran a la cabeza de los destinatarios de los mayores volúmenes de transferencias, Colombia y Ecuador, pero su peso conjunto en el total disminuye año a año, desde el 51,5% en 2002 hasta el 34% en 2007 (véase cuadro A.4). El resto de países reciben un volumen bastante menor, pero hay que destacar el caso de Bolivia, que desde un 1,2% en 2002 ha subido constantemente, hasta situarse en el 9,5% en 2007.

Concentración de las operaciones

En el cuadro 1 se analiza la concentración de las dos operaciones más representativas de la actividad total, compras a clientes y transferencias emitidas. La fila R1 representa el porcentaje sobre el total que corresponde al establecimiento que realiza el mayor volumen; la R5, al acumulado de los 5 primeros, y así sucesivamente. En cuanto al volumen de compras, la concentración subió ligeramente en todos los grupos y para casi todos los niveles, siendo el incremento más notable en los niveles R1 y R5 del grupo CV. Las columnas más relevantes para ver el aumento de la concentración son las que se refieren al total de establecimientos, dada la desproporción entre el número de establecimientos del grupo CVT que realizan operaciones de compra (21) y el del grupo COMP (1.490). Pese a ello, la R1 de estas columnas pertenece al grupo CVT.

En el caso de las transferencias emitidas, la absorción de un establecimiento del grupo transferencias restringidas por otro, ambos importantes en 2006 por el volumen de transferencias

gestionado, hizo crecer la concentración en el R1 de este grupo. En el conjunto CVT se produjo un aumento de la concentración en el nivel R5, que desapareció en el R10 y retrocedió en el R20.

**Balance y cuenta
de resultados del grupo
CV/GT**

A 31.12.2007 el total activo alcanzó los 238 m€ (véase cuadro A.5), con un crecimiento sobre el año anterior del 2%, muy por debajo de los correspondientes a ejercicios anteriores (29% en 2006 y 19% en 2005).

Al igual que en años precedentes, la liquidez de estos establecimientos fue muy alta, pues el 84% del total son activos a corto plazo, salvo en el grupo CV, en que apenas sobrepasó el 52%. Otra característica acusada del balance agregado que se debe tener en cuenta al interpretar los datos globales es la alta concentración de cada epígrafe en pocos establecimientos. Los activos líquidos son los menos concentrados y, aún así, 6 entidades acumulan más de la mitad del total. La concentración del inmovilizado es bastante superior. Otro tanto ocurre en el pasivo, donde un número similar de establecimientos concentran más de la mitad de las principales rúbricas.

En el ejercicio 2007, a pesar del fuerte crecimiento de la actividad, los resultados después de impuestos (12,7 m€)³ retrocedieron respecto al año anterior (13,9 m€) y representaron el 6,7% de las comisiones percibidas (7,9% en 2006).

Las comisiones pagadas (146,5 m€) crecieron más que las percibidas (188,9 m€), con lo que las comisiones netas quedaron en 42,3 m€, que representaron 7,5 pp menos sobre las comisiones percibidas que en 2006. Como venía ocurriendo en años anteriores, el margen ordinario mejoró por el progresivo crecimiento del cobro por diferencias de cambio, situándose en 109,7 m€.

La positiva evolución del resto de los ingresos fue contrarrestada por el fuerte crecimiento de los gastos de explotación (11,9%), lo que situó el margen de explotación en 25,4 m€. Además, si no se tuviera en cuenta un beneficio extraordinario de una entidad del grupo CV⁴, este margen se habría quedado en 22,4 m€, por debajo del obtenido en 2006. Tras las dotaciones a amortizaciones y provisiones de insolvencia y el neto de los beneficios extraordinarios, el resultado antes de impuestos se quedó prácticamente igual al del año anterior (18,6 m€).

Por otra parte, el estancamiento de los fondos propios y la caída de los resultados después de impuestos hizo que el ROE (11,1%) fuese 5,2 pp menor que el de 2006.

16.7.2008.

3. La diferencia entre los resultados que aparecen en balance y los de la cuenta de pérdidas y ganancias se debe a que en balance los resultados del ejercicio se suman con resultados de años anteriores no repartidos. 4. Procedente de la realización de un inmueble.

APÉNDICE

Cuadros:

- A.1 Registro de establecimientos.
- A.2 Volumen de actividad y datos de estructura.
- A.3 Total actividad: Principales monedas utilizadas en la actividad con clientes.
- A.4 Total entidades de compraventa y gestión de transferencias (CV/GT). Distribución geográfica de las transferencias.
- A.5 Balance y cuenta de resultados. Total establecimientos de compraventa y gestión de transferencias.

	Situación al 31.12.04	Altas	Bajas	Situación al 31.12.05	Altas	Bajas	Situación al 31.12.06	Altas	Bajas	Situación al 31.12.07
Total establecimientos	2.573	211	449	2.335	153	158	2.330	104	119	2.315
I. Total grupo CVGT (a)	58	3	4	57	4	2	59	2	2	59
I.a. Total grupo CVT (b)	43	3	3	43	3	1	45	2	1	46
I.a.1. Transferencias restringidas (c)	38	3	3	38	3	1	40	2	1	41
I.a.2. Resto (d)	5	—	—	5	—	—	5	—	—	5
I.b. Total grupo CV (e)	15	—	1	14	1	1	14	—	1	13
II. Total grupo COMP (f)	2.515	208	445	2.278	149	156	2.271	102	117	2.256
II.a. Actividad principal (g)	248	22	71	199	25	25	199	21	17	203
II.b. Actividad complementaria (h)	2.267	186	374	2.079	124	131	2.072	81	100	2.053
Pro memoria: Distribución geográfica del grupo COMP										
Andalucía (i)	359	35	68	326	23	17	332	17	21	328
Aragón	2	—	—	2	—	—	2	—	—	2
Asturias	4	—	—	4	1	1	4	—	—	4
Baleares	667	104	148	623	71	64	630	31	28	633
Canarias	573	37	97	513	30	38	505	34	33	506
Cantabria	11	—	—	11	—	—	11	—	—	11
Castilla-La Mancha	5	—	1	4	1	—	5	—	1	4
Castilla y León	15	—	—	15	1	2	14	2	—	16
Cataluña	444	7	58	393	10	13	390	3	16	377
Extremadura	5	2	1	6	—	1	5	—	1	4
Galicia	13	—	1	12	—	—	12	2	1	13
La Rioja	4	—	—	4	1	1	4	—	—	4
Madrid	179	9	31	157	5	11	151	2	9	144
Murcia	11	—	1	10	—	2	8	2	—	10
Navarra	3	2	—	5	1	—	6	1	1	6
País Vasco	17	—	2	15	2	—	17	1	—	18
Valencia	203	12	37	178	3	6	175	7	6	176

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 6 de junio de 2008.

- a. Establecimientos autorizados para realizar operaciones de compraventa de billetes extranjeros o cheques de viajero y/o gestión de transferencias con el exterior.
- b. Establecimientos del apartado (a) autorizados para gestionar transferencias con el exterior.
- c. Establecimientos del apartado (b) autorizados para gestionar transferencias con el exterior en concepto de gastos de estancias en el extranjero y remesas de trabajadores domiciliados en España.
- d. Establecimientos del apartado (b) autorizados para gestionar transferencias con el exterior por cualquier concepto.
- e. Establecimientos del apartado (a) autorizados para realizar exclusivamente operaciones de compraventa de billetes extranjeros o cheques de viajero.
- f. Establecimientos autorizados para realizar exclusivamente operaciones de compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros.
- g. Establecimientos del apartado (f) cuya actividad principal consiste en la compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros.
- h. Establecimientos del apartado (f) en los que la compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros es actividad complementaria de la principal.
- i. Incluye Ceuta y Melilla.

Millones de € y %

	Actividad						Ingresos por comisiones y diferencias de cambios s/total actividad con clientes (%)		De los que: Comisión media por tranferencia de divisas (%)		% establecimientos informantes s/total registrados	
	Total		Compraventa de divisas a clientes		Transferencias							
	2006	2007 p	2006	2007 p	2006	2007 p	2006	2007 p	2006	2007 p	2006	2007 p
TOTAL ESTABLECIMIENTOS	6.353	7.825	1.260	1.336	5.094	6.489	—	—	—	—	—	—
I. Total grupo CVGT (a)	5.274	6.674	181	184	5.094	6.489	4,3	3,8	3,3	2,8	94,9	93,2
I.a. Total grupo CVT (b)	5.242	6.640	149	151	5.094	6.489	4,3	3,8	3,3	2,8	97,8	95,7
I.a.1. Transferencias restringidas (c)	3.189	4.104	25	21	3.164	4.084	4,1	3,6	3,2	2,6	97,4	95,0
I.a.2. Resto (d)	2.053	2.536	123	131	1.930	2.405	4,6	4,1	3,4	3,0	100,0	100,0
I.b. Total grupo CV (e)	32	33	32	33	—	—	9,8	11,3	—	—	84,6	83,3
II. Total grupo COMP (f)	1.079	1.152	1.079	1.152	—	—	—	—	—	—	68,8	73,0
II.a. Actividad principal (g)	363	443	363	443	—	—	—	—	—	—	71,9	67,5
II.b. Actividad complementaria (h)	716	708	716	708	—	—	—	—	—	—	68,5	73,6

	Número de empleados						Número de agentes					
	Asalariados		No asalariados		Oficinas o locales		Personas físicas		Personas jurídicas		Locales	
	2006	2007 p	2006	2007 p	2006	2007 p	2006	2007 p	2006	2007 p	2006	2007 p
TOTAL ESTABLECIMIENTOS	...	...	...	...	2.741	2.875	—	—	—	—	—	—
I. Total grupo CVGT (a)	1.641	1.599	24	23	209	223	6.537	9.189	3.499	4.363	19.995	23.458
I.a. Total grupo CVT (b)	1.547	1.490	24	23	186	197	6.537	9.189	3.499	4.363	19.995	23.458
I.a.1. Transferencias restringidas (c)	951	838	2	2	106	102	4.541	6.291	2.082	2.640	12.001	14.146
I.a.2. Resto (d)	596	652	22	21	80	95	1.996	2.898	1.417	1.723	7.994	9.312
I.b. Total grupo CV (e)	94	109	0	0	23	26	—	—	—	—	—	—
II. Total grupo COMP (f)	...	...	...	...	2.532	2.652	—	—	—	—	—	—
II.a. Actividad principal (g)	...	...	...	...	163	200	—	—	—	—	—	—
II.b. Actividad complementaria (h)	...	...	...	...	2.369	2.452	—	—	—	—	—	—

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 6 de junio de 2008. Establecimientos existentes a cada fecha.

- a. Establecimientos autorizados para realizar operaciones de compraventa de billetes extranjeros o cheques de viajero y/o gestión de transferencias con el exterior.
- b. Establecimientos del apartado (a) autorizados para gestionar transferencias con el exterior.
- c. Establecimientos del apartado (b) autorizados para gestionar transferencias con el exterior en concepto de gastos de estancias en el extranjero y remesas de trabajadores domiciliados en España.
- d. Establecimientos del apartado (b) autorizados para gestionar transferencias con el exterior por cualquier concepto.
- e. Establecimientos del apartado (a) autorizados para realizar exclusivamente operaciones de compraventa de billetes extranjeros o cheques de viajero.
- f. Establecimientos autorizados para realizar exclusivamente operaciones de compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros.
- g. Establecimientos del apartado (f) cuya actividad principal consiste en la compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros.
- h. Establecimientos del apartado (f) en los que la compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros es actividad complementaria de la principal.

TOTAL ACTIVIDAD: PRINCIPALES MONEDAS UTILIZADAS EN LA ACTIVIDAD CON CLIENTES

CUADRO A.3

Contravalor en millones de €

Denominación de la moneda	Compras a clientes		Ventas a clientes		Transferencias				Total actividad con clientes	
	2006	2007 p	2006	2007 p	Emitidas		Recibidas		2006	2007 p
Total establecimientos	1.186	1.259	74	77	4.891	6.267	202	222	6.353	7.825
Euro	95	83	1	1	3.149	3.778	199	220	3.444	4.083
Dólar USA	127	114	43	47	1.723	2.468	3	2	1.897	2.630
Libra esterlina	931	1.020	14	15	4	—	—	—	949	1.034
Franco suizo	10	12	2	2	—	—	—	—	12	14
Resto de monedas	23	30	14	13	15	21	—	—	52	64
I. Grupo CVGT	107	107	74	77	4.891	6.267	202	222	5.274	6.674
Euro	18	16	1	1	3.149	3.778	199	220	3.366	4.016
Dólar USA	73	67	43	47	1.723	2.468	3	2	1.843	2.583
Libra esterlina	17	20	14	15	4	—	—	—	35	34
Franco suizo	2	3	2	2	—	—	—	—	4	5
Resto de monedas	-3	2	14	13	15	21	—	—	26	35
II. Grupo COMP	1.079	1.152	—	—	—	—	—	—	1.079	1.152
Euro	78	67	—	—	—	—	—	—	78	67
Dólar USA	54	47	—	—	—	—	—	—	54	47
Libra esterlina	914	1.000	—	—	—	—	—	—	914	1.000
Franco suizo	8	10	—	—	—	—	—	—	8	10
Resto de monedas	26	28	—	—	—	—	—	—	26	28

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 6 de junio de 2008. Establecimientos existentes a cada fecha.

**TOTAL ENTIDADES DE COMPRAVENTA Y GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS (CVGT).
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LAS TRANSFERENCIAS**

CUADRO A.4

País de destino (a)	% s/ total ordenado		País de origen (a)	% s/ total recibido	
	2006	2007 p		2006	2007 p
TOTAL	71,22	70,93	TOTAL	55,69	54,00
Colombia	18,39	18,56	Italia	13,68	12,46
Ecuador	16,06	15,39	Estados Unidos	14,57	11,64
Bolivia	8,92	9,50	Reino Unido	10,25	10,71
Rumanía	7,08	5,59	Francia	5,51	6,37
Marruecos	6,44	5,32	Alemania	6,75	6,36
República Dominicana	3,16	4,86	Colombia	1,02	1,82
Brasil	4,76	4,13	Perú	0,53	1,56
Perú	2,01	3,20	Guinea Ecuatorial	1,44	1,22
Senegal	2,33	2,21	Ecuador	1,19	1,17
Paraguay	2,07	2,17	Rumanía	0,75	0,69

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 6 de junio de 2008. Establecimientos existentes a cada fecha.

a. Se seleccionan los diez primeros países por orden de importancia.

**BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS. TOTAL ESTABLECIMIENTOS
DE COMPRAVENTA Y GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS**

CUADRO A.5

miles de euros y %

	Balance (diciembre)										
	Importe				% s/ t. act.				%Δ		
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Total activo = Total pasivo	152.183	181.065	233.492	238.178	100,0	100,0	100,0	100,0	19,0	29,0	2,0
ACTIVO											
Caja y entidades de crédito	60.245	68.746	94.211	99.961	39,6	38,0	40,4	42,0	14,1	37,0	6,1
Deudores	32.625	46.701	47.598	62.838	21,4	25,8	20,4	26,4	43,1	1,9	32,0
Inversiones financieras temporales	26.078	29.865	51.465	37.390	17,1	16,5	22,0	15,7	14,5	72,3	-27,3
Inmovilizado no financiero	17.735	22.461	23.110	24.833	11,7	12,4	9,9	10,4	26,6	2,9	7,5
Inmovilizado financiero	8.986	9.377	8.698	8.794	5,9	5,2	3,7	3,7	4,4	-7,2	1,1
Otras partidas	6.513	3.910	8.413	4.361	4,3	2,2	3,6	1,8	-40,0	115,2	-48,2
PASIVO											
Acreedores a corto plazo	59.287	79.306	114.628	114.365	39,0	43,8	49,1	48,0	33,8	44,5	-0,2
Transferencias pendientes de pago	9.949	17.314	25.815	19.653	6,5	9,6	11,1	8,3	74,0	49,1	-23,9
Otros acreedores no comerciales	19.139	18.574	16.741	22.221	12,6	10,3	7,2	9,3	-3,0	-9,9	32,7
Otros	30.198	43.416	72.073	72.489	19,8	24,0	30,9	30,4	43,8	66,0	0,6
Otras partidas	14.195	12.374	13.224	13.636	9,3	6,8	5,7	5,7	-12,8	6,9	3,1
Fondos propios	69.183	86.199	98.807	98.823	45,5	47,6	42,3	41,5	24,6	14,6	0,0
Resultados	9.518	3.185	6.835	11.356	6,3	1,8	2,9	4,8	-66,5	114,6	66,1
Cuenta de resultados acumulada (diciembre)											
	Importe				% s/ comisiones percibidas				%Δ		
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Comisiones percibidas	144.579	150.252	176.176	188.910	100,0	100,0	100,0	100,0	3,9	17,3	7,2
Comisiones pagadas	83.015	97.343	123.518	146.544	57,4	64,8	70,1	77,6	17,3	26,9	18,6
Comisiones netas	61.564	52.909	52.658	42.366	42,6	35,2	29,9	22,4	-14,1	-0,5	-19,5
Diferencias de cambio netas	31.550	36.743	49.169	67.367	21,8	24,5	27,9	35,7	16,5	33,8	37,0
Margen ordinario	93.114	89.652	101.827	109.733	64,4	59,7	57,8	58,1	-3,7	13,6	7,8
Ingresos y gastos financieros	-133	89	1.266	2.333	-0,1	0,1	0,7	1,2	—	1.322,5	84,3
Otros ingresos	3.029	2.899	4.329	7.294	2,1	1,9	2,5	3,9	-4,3	49,3	68,5
Gastos de explotación	72.294	74.917	83.969	93.920	50,0	49,9	47,7	49,7	3,6	12,1	11,9
Margen de explotación	23.716	17.723	23.453	25.440	16,4	11,8	13,3	13,5	-25,3	32,3	8,5
Sanearios e insolvencias	4.380	3.800	5.729	5.461	3,0	2,5	3,3	2,9	-13,2	50,8	-4,7
Otras partidas	-1.583	645	859	-1.409	-1,1	0,4	0,5	-0,7	—	33,2	—
Resultados antes de impuestos	17.753	14.568	18.583	18.570	12,3	9,7	10,5	9,8	-17,9	27,6	-0,1
Impuesto sobre beneficios	7.616	6.349	4.680	5.853	5,3	4,2	2,7	3,1	-16,6	-26,3	25,1
Resultados después de impuestos	10.128	8.221	13.903	12.716	7,0	5,5	7,9	6,7	-18,8	69,1	-8,5
PRO MEMORIA											
ROE (%)	—	—	—	—	20,7	11,5	16,3	11,1	—	—	—

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 6 de junio de 2008. Establecimientos existentes a última fecha.

Introducción

Las sociedades de tasación (ST) se dedican específicamente a la actividad de valoración de bienes inmuebles, requerida, en gran medida, por la normativa hipotecaria aplicable a entidades de crédito (EC), a sociedades de inversión colectiva inmobiliaria, a fondos de pensiones y a entidades de seguros¹.

En 2007, la Ley 2/81, de regulación del mercado hipotecario, se modificó en el ámbito específico de las entidades de tasación para reforzar su independencia y profesionalidad y revisar y actualizar su régimen sancionador. Estas modificaciones se centraron en los tres aspectos siguientes:

- 1 Las ST deberán disponer de mecanismos adecuados para favorecer su independencia y profesionalidad, mediante el establecimiento de un reglamento interno de conducta que regule los posibles conflictos de intereses, siempre que presten servicio a las EC de su mismo grupo o cuando un 25%, o más, de sus ingresos totales deriven de una EC o de un grupo que haya emitido títulos hipotecarios. Adicionalmente, dichas EC deberán crear una comisión técnica que verifique el cumplimiento de los requisitos de independencia contenidos en los mecanismos previstos en el apartado anterior, emitiendo un informe anual dirigido al consejo de administración de la entidad y al Banco de España.
- 2 El régimen sancionador de las entidades de tasación pasa a estar recogido en la Ley 2/81 de forma íntegra, revisada y actualizada, incluida la tipificación de los nuevos supuestos de infracción derivados del régimen de obligaciones introducido por la misma².
- 3 Con la finalidad de asegurar una adecuada gestión de las entidades de tasación, se establece un régimen de participaciones significativas³ similar al previsto para las EC. Así, la adquisición directa o indirecta de una participación significativa en una sociedad de tasación llevará aparejada la obligación de informar previamente al Banco de España, quien dispondrá de un plazo de tres meses para, en su caso, oponerse a la adquisición pretendida de forma fundamentada. Si el Banco de España no se pronuncia en dicho plazo, se entenderá que la pretensión de adquisición ha sido aceptada.

Las ST, en tanto en cuanto son las encargadas de valorar las garantías inmobiliarias aceptadas por las entidades financieras, juegan un papel relevante para la solvencia y estabilidad del sistema financiero, lo que exige que sus valoraciones se realicen de forma prudente y sostenible en el tiempo, con total respeto de las directrices de prudencia que figuran en la regula-

1. Regulación básica: Ley 2/1981, de regulación del mercado hipotecario, y RD 775/1997, sobre el régimen jurídico de homologación de los servicios y sociedades de tasación, modificado por la Ley 41/2007, de 7 de diciembre. 2. En la ley se establece un régimen nuevo de obligaciones y se tipifican los nuevos supuestos de infracción derivados, revisándose, en general, el cuadro de infracciones, fruto de la experiencia adquirida en el ejercicio de la potestad sancionadora. Adicionalmente, por razones de seguridad jurídica y de sistemática, se cambia la sede legal del citado régimen, contenido, hasta ese momento, en la disposición adicional décima de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria, con lo que, en la Ley 2/1981 en vigor, se recogen, de forma íntegra, revisada y actualizada, las infracciones y sanciones aplicables a este tipo de entidades. 3. A los efectos de esta ley, se entenderá por participación significativa en una sociedad de tasación aquella que alcance, de forma directa o indirecta, al menos el 15% del capital o de los derechos de voto de la sociedad, o aquella que, sin llegar al porcentaje señalado, permita ejercer una influencia notable en la sociedad.

ción específica⁴. Las funciones de homologación, autorización, inscripción en el Registro y supervisión de las entidades de tasación (ET) están legalmente asignadas al Banco de España.

La evolución de la actividad tasadora está ligada a la evolución del mercado inmobiliario. Tras el fuerte crecimiento de actividad de los últimos años, las tasadoras afrontaron una clara desaceleración en 2006 y un retroceso en el último ejercicio, muy patente en cuanto al número de las tasaciones realizadas (-15,1%) y mucho más moderado en cuanto al importe de las valoraciones (-2,1%), debido a que dicho retroceso afectó, fundamentalmente, a las viviendas individuales, pero no a las valoraciones de los restantes tipos de inmuebles.

En este artículo se da cuenta de dicha evolución reciente, presentándose en el Apéndice estadístico la información anual agregada de las ET⁵ activas en cada uno de los cuatro últimos años⁶.

Actividad de las entidades de tasación

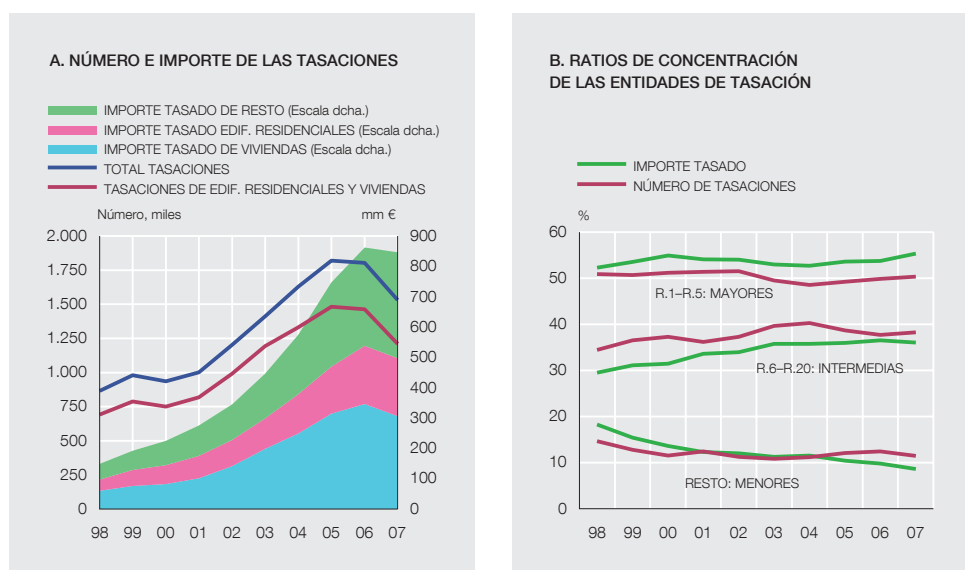
Las 59 ET activas en 2007 realizaron más de 1,5 millones de tasaciones de bienes inmuebles, con una disminución del 15,2% respecto al año anterior, por un importe total de 850,6 mm de euros que supuso un retroceso del 2,3% (véanse panel A del gráfico 1 y cuadro A.1). El final del ciclo expansivo del mercado inmobiliario afectó a casi toda la tipología de bienes tasados, si bien de forma más destacada a las viviendas individuales y con la salvedad, tanto en número como en importe, de los inmuebles y elementos de edificios destinados a oficinas, los industriales y los ligados a actividades económicas.

Las tasaciones no inmobiliarias siguieron creciendo —el 14% en número y el 17% en importe—, pero manteniéndose como marginales en la actividad del sector, para el que solo representaron el 0,5% y el 1,2%, respectivamente, del número y del importe de todas las valoraciones realizadas en el año. La parte sustancial del negocio del sector está centrada en la valoración de bienes de uso residencial, bien sean edificios o viviendas individuales, que representaron más del 81% del número y casi el 60% del valor tasado, mientras que los terrenos representaron apenas el 5% del número, pero el 21% del importe total, reforzando claramente su peso en la actividad del sector.

Las viviendas individuales, en bloques y unifamiliares, tasadas en 2007 fueron 1.161.900, con una caída de casi un 18%, lo que representó el 76% de todas las tasaciones realizadas, mientras que el importe de su valoración alcanzó los 306,3 mm de euros, con un retroceso del 11,4% y una pérdida de peso de hasta el 36,3% del importe total [-3,8 puntos porcentuales (pp)]. Esta caída de la actividad tasadora afectó de forma más acentuada a las viviendas situadas en edificios, cuyas tasaciones retrocedieron el 20% en número y el 14% en importe, representando el 54% (-3,1 pp) y el 23% (-3,3 pp) de los respectivos totales, mientras que las unifamiliares cayeron, pero con menor intensidad, el 12,5% en número y el 6% en importe (véase cuadro A.1).

Las viviendas individuales fueron tasadas utilizando el método de comparación en la práctica totalidad de los casos (96% del total en 2007). En el 0,9% del número y del importe de las viviendas tasadas por comparación, los tasadores emitieron advertencias específicas, que

4. La valoración de bienes inmuebles, y los informes y certificados que la acrediten, están regulados por la OM ECO 805/2003, de 27 de marzo, y por la CBE 3/98 (adaptada por la CBE 5/2003), sobre la información que han de rendir al Banco de España las ET. 5. El sector lo forman las ST y tres pequeños servicios de tasación de otras tantas EC, autorizados para valorar, exclusivamente, bienes inmuebles que sirvan de garantía hipotecaria a operaciones crediticias del grupo financiero al que pertenecen. 6. Véase *Boletín Estadístico*, capítulo 9: «Instituciones Financieras no Monetarias. Subsector "auxiliares financieros": agente sociedades de tasación», en: <http://www.bde.es/infoest/htmls/capit09.htm>.



FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 9 de junio de 2008.

a. Datos del conjunto de las ET activas en cada año.

afectaron, en el 90% de los casos, al «valor hipotecario» resultante, con una reducción media del 8,4%, en prevención de una hipotética caída del precio⁷.

El valor medio de tasación de las viviendas individuales situadas en edificios se situó en 232.700 euros, con un crecimiento del 6,5%, inferior al 12,1% del año anterior. Dicha evolución tuvo su origen, casi íntegramente, en el valor medio atribuido al metro cuadrado de las viviendas de este tipo tasadas en el ejercicio, que creció el 6,7%, hasta 2.458 euros, mientras que su superficie media se redujo ligeramente (-0,2%), manteniéndose próxima a los 95 m² (véase cuadro A.2)⁸.

En el panel A del gráfico 2 se representan los valores medios atribuidos al metro cuadrado de las viviendas situadas en edificios, de las unifamiliares y al promedio de ambas. También se representa, a efectos comparativos, el «precio medio del metro cuadrado de la vivienda libre tasada» publicado por el Banco de España en función de la información del Ministerio de Vivienda⁹. Así pues, las viviendas unifamiliares y adosadas, con más del doble de superficie media utilizable que los pisos (194 m²), fueron valoradas según un valor implícito medio del metro cuadrado inferior en un 29% (1.744 euros, frente a 2.458 euros), resultando un valor medio por piso tasado de 232.700 euros, un 45% superior al valor medio de las viviendas unifamiliares tasadas en el año. Téngase en cuenta que, a pesar del aumento del peso de las viviendas unifamiliares, los pisos siguen siendo el grueso de las viviendas individuales tasadas en el ejercicio (70,6% del número y 62,4% del importe).

7. Las tasaciones deben realizarse ateniéndose a unos parámetros técnicos ligados a los diferentes métodos de valoración sobre los que no se informa aquí por su complejidad y volumen. Quizás el de mayor relieve sea el utilizado para obtener el «valor hipotecario» como una tasación prudente de la posibilidad futura de comerciar con el inmueble, considerando los aspectos duraderos a largo plazo, los usos alternativos, los factores especulativos y en condiciones normales de los mercados. Ello afecta a las valoraciones del mercado hipotecario en las que el tasador considera que existe una probabilidad elevada de que se produzca una reducción significativa del precio del inmueble, en relación con el valor de tasación, en un período de tres años. 8. Téngase en cuenta, una vez más, que los comentarios están basados en la información sobre tasación de inmuebles facilitada por las tasadoras en función de su actividad. La información agregada no se ha sometido a tratamiento alguno de depuración o ajuste estadístico para su aproximación a los precios de mercado y, por tanto, en todos los casos, se trata de los valores medios resultantes de la agregación de la información estadística sobre las tasaciones realizadas según la tipología que aparece en los cuadros A.1 y A.2 del Apéndice estadístico. 9. Véase *Boletín Estadístico* del Banco de España, cuadro 25.7, columna 8 y sus notas.



FUENTES: Banco de España, Ministerio de Vivienda e Instituto Nacional de Estadística.
Datos disponibles a 20 de junio de 2008.

a. Datos del conjunto de las ET activas en cada año.

b. La serie de precios utilizada es la media aritmética simple de la serie trimestral de precios del metro cuadrado de la vivienda libre de 1995 a 2007, base 2005, del Ministerio de Vivienda.

c. El crédito hipotecario refleja el importe medio de las nuevas operaciones realizadas en cada ejercicio por las EC, según la información remitida al Banco de España.

d. Basada en las inscripciones registrales de la financiación hipotecaria que publica el INE.

e. Los grupos de municipios de los que se dispone de información, coloreados en verde, son: Madrid y Barcelona; municipios grandes, con más de 500.000 habitantes (Valencia, Zaragoza, Sevilla y Málaga); municipios intermedios, entre 100.000 y 500.000 habitantes; y municipios menores, por debajo de 100.000 habitantes. Las barras se corresponden con el importe de las viviendas individuales tasadas en cada año, 2004, 2005, 2006 y 2007, de izquierda a derecha, respectivamente.

El préstamo medio otorgado por las entidades de crédito para la adquisición de vivienda por particulares vino a representar en torno al 60% del valor medio de las viviendas tasadas en 2007. Considerando los créditos hipotecarios para adquisición de vivienda facilitados por el INE y por el Banco de España y en relación con los valores medios de tasación, se observa que ambas ratios son prácticamente coincidentes en nivel y evolución, mostrando una estabilidad al nivel señalado del 60% en los tres últimos años (véase el panel B del gráfico 2)¹⁰.

¹⁰. Esta aproximación al porcentaje promedio del valor de la vivienda financiado por las EC (*loan to value*) se basa en la hipótesis de que la media de todo lo tasado en el año debe aproximar correctamente la valoración de las tasaciones que realmente concluyeron en una financiación hipotecaria facilitada por una entidad de crédito.

Los edificios completos destinados a uso residencial tasados en 2007 fueron 48.600, con un descenso del 7,6% en el año, y su valoración total se situó en 190,2 mm€, con una caída del 1,4%, pasando a representar el 22,5% del importe de todas las tasaciones realizadas en el año. Este importe se igualó, por primera vez, al de las viviendas individuales sitas en edificios (pisos), epígrafe que tradicionalmente era el preponderante. Esta evolución fue posible porque el valor medio del metro cuadrado resultante de los edificios completos destinados a uso residencial creció a una tasa media del 10,1%, aún ligeramente superior a la del ejercicio anterior (0,2 pp) y a la de los pisos (6,7%).

La actividad de tasación de suelo urbano¹¹ se redujo en relación con la del año anterior (17% en número, 8,3% en superficie y 5% en importe), representando el 16,6% de la actividad según el valor tasado (140,7 mm€). El valor medio del metro cuadrado de suelo tasado (186 euros) aumentó el 3,7% en 2007, mientras que el tamaño medio de los solares creció el 11%.

Las tasaciones de edificios de uso terciario crecieron con fuerza, pasando a representar el 2,5% del importe total (0,4 pp), ya que, si bien disminuyeron de tamaño medio, crecieron en cuanto al importe, consecuencia de la mayor valoración del metro cuadrado, que alcanzó los 2.204 euros (12%). Los elementos de edificios destinados a oficinas crecieron con menor intensidad en número (1,9%) que en importe (18,9%), como consecuencia de que el aumento del valor del metro cuadrado en promedio fue del 24,5% y la caída de su superficie media fue del 6%. Con todo ello, dicho valor medio fue de 3.044 euros por metro cuadrado, situándose el 17% por encima del estimado para los edificios completos destinados a oficinas. En los locales comerciales la evolución en el año fue bastante similar a la de las oficinas, aunque con crecimientos más moderados, y su valor medio estimado se situó en 2.291 euros por metro cuadrado, un 39% por encima del de los edificios de uso comercial.

Finalmente, la actualización de tasaciones¹² realizadas en el ejercicio no creció en número, pero sí en importe (20%). En los cuadros del apéndice, las actualizaciones se presentan en un epígrafe separado, como pro memoria, ya que no se incluyen en los totales de la actividad ordinaria, pero hay que tener en cuenta que tienen cada vez más importancia, ya que esta actividad adicional representó en 2007, aproximadamente, el 7% de las tasaciones ordinarias y el 21% de su importe (4,4 pp).

Distribución según demandante, finalidad y localización de las tasaciones

La distribución de las tasaciones realizadas según el peticionario o demandante y según la finalidad de los servicios de tasación, que se muestra en el cuadro A.3, confirma la dedicación prioritaria de estas entidades a la tasación de inmuebles para facilitar las operaciones de financiación con garantía hipotecaria, que, al amparo de la Ley 2/1981 (94% en número y 83% en importe), son requeridas mayoritariamente por las EC para el respaldo de las garantías crediticias (88,5% en número y 74% en importe). El retroceso de la actividad tasadora se concentró en este núcleo central, con caídas en las tasaciones destinadas a constituir hipotecas (-16,6% en número y -7% en importe) y en las solicitadas por EC (-15,8% en número y -6% en importe). Por el contrario, las otras finalidades concentraron fuertes incrementos, tanto en número como en importes, mientras que los peticionarios distintos de las EC incrementaron considerablemente el importe de las tasaciones solicitadas.

¹¹. Se trata de suelo urbano de nivel I, según se define en el artículo 4 de la OM ECO 805/2003. ¹². Se trata de toda revisión de una tasación anterior, emitida por la misma entidad tasadora antes de transcurrir dos años desde su fecha de emisión, en la que, con referencia a la tasación anterior, se modifiquen las advertencias, los condicionantes o cualquiera de los valores que figuren en ella. Dicho plazo es de tres años en las realizadas para reservas técnicas de seguros; véase artículo 4 de la OM ECO 805/2003.

La distribución de las tasaciones de bienes inmuebles por Comunidades Autónomas (CCAA) y agrupaciones de municipios por su tamaño, que se presenta en el cuadro A.4, pone de manifiesto que el peso de la actividad en las cuatro CCAA más pobladas (Andalucía, Cataluña, Comunidad de Madrid y Comunidad Valenciana, que suponían el 58% de la población) representaba conjuntamente casi dos tercios de la actividad de tasación de bienes inmuebles en 2007 (63,1% del número y 64% del importe). En todas las CCAA se realizaron menos tasaciones que en 2006, llamando la atención el fuerte retroceso, del 25%, de las realizadas en Cataluña, casi 10 pp por encima de la media, mientras que diez CCAA se situaron en el entorno de la reducción media en el número (15%) y las cinco restantes (Asturias, Castilla-La Mancha, Castilla y León, Galicia y País Vasco) también cayeron, pero por debajo del 8%.

Las CCAA que perdieron menos tasaciones ampliaron su peso, en general, en los importes valorados, con la excepción del País Vasco, que perdió el 5% de su importe. Hay que destacar los casos de Madrid y Murcia, CCAA en las que, a pesar de la caída en el número de operaciones, los correspondientes importes continuaron creciendo, aumentando también su peso en el total (1,1 pp y 0,3 pp, respectivamente).

En el panel C del gráfico 2 se representa el valor medio de todas las viviendas individuales tasadas distribuidas por CCAA y por grupos de ciudades agrupadas según su tamaño. En 2007, con independencia de los distintos patrones territoriales de valoración, destacó la mayor moderación en el crecimiento de los valores medios estimados para la vivienda individual, que, en la mayoría de los distintos ámbitos territoriales analizados, se situaron en torno al crecimiento de la media total de 7,6% y de una caída de unos 4 pp en relación con el crecimiento de 2006, con las excepciones de Islas Baleares y la Comunidad de Madrid, que superaron la media y aceleraron su crecimiento, con el 14% y 2 pp y el 11% y 4 pp, respectivamente.

Estructura y concentración del sector y de los clientes

El número de las entidades de tasación existentes a finales de 2007 era de 60, de las que tres eran servicios de tasación de otras tantas entidades de depósito. En el último año se registraron dos nuevas sociedades, una de ellas a finales del ejercicio, que no estuvo activa desde el punto de vista de las tasaciones, y una baja.

Veintidós ST operaron en todo el territorio nacional, entre las cuales estaban las más grandes, mientras que 23 tienen carácter local o regional, pues 16 de ellas concentraron más del 90% de sus tasaciones en una Comunidad Autónoma y las otras 7 en dos CCAA, normalmente contiguas. Las 15 restantes tienen una implantación muy diversa.

La concentración del sector es elevada y ligeramente creciente, ya que las cinco mayores representan más de la mitad de la actividad del sector, tanto en el número (50,3%) como en el importe (55,4%). Como pone de manifiesto la evolución de dichos parámetros, este grupo de las tasadoras de mayor tamaño concentra, además, las tasaciones de mayor cuantía (véase panel B del gráfico 1).

Las quince ET de tamaño intermedio mantuvieron el 38% de las tasaciones y el 36% del importe. En cambio, las 40 entidades restantes representaron el 8,6% del importe total y realizaron el 11% de las tasaciones, perdiendo importancia absoluta y relativa en ambos parámetros.

Las 13 ST relacionadas con EC¹³, por ser estas accionistas relevantes, representaron la mitad del sector: 47% del número de tasaciones, 52% del importe tasado y casi el 52% de los in-

13. Según la nueva terminología legal, estas 13 ST están participadas de forma significativa por una o más EC (véase la nota 3). Se trata de 6 filiales de cajas de ahorros, 2 de bancos y 5 participadas significativamente por una o varias EC. En el análisis del grado de dependencia se han excluido los tres servicios de tasación, que solo tasan para su grupo, por ser dependientes pero irrelevantes.

gresos totales obtenidos (véase el cuadro A.5). El 46% de los ingresos conjuntos de este grupo de ST procedió de su cliente principal y de los clientes con un peso de al menos el 15% de sus ingresos. Esta concentración de actividad sería superior al 46% si se contabilizara también la demanda de todos sus respectivos accionistas y de las entidades pertenecientes al correspondiente grupo financiero de la ST o del cliente principal.

Un grupo mayoritario de ST (18), no relacionadas con EC por razones de propiedad, pero irrelevante por su peso en los ingresos totales (4%), que se redujo a menos de la mitad en 2007, mostró una completa dependencia de sus clientes significativos (86%). El grupo de ST con cliente principal intermedio —entre el 25% y el 50% de sus ingresos— creció en número de componentes (3) y en peso sobre los ingresos totales (6,3 pp), pero no en su dependencia respecto a sus clientes principales e importantes (\Rightarrow 15%), que disminuyó hasta el 32,3% de sus ingresos ordinarios (-1,7 pp). Como consecuencia de todo ello, el grado de dependencia general de las ST de los clientes con gran peso en sus ingresos se situó en el 38,2%, mostrando una evolución favorable, con una nueva caída de casi 3 pp.

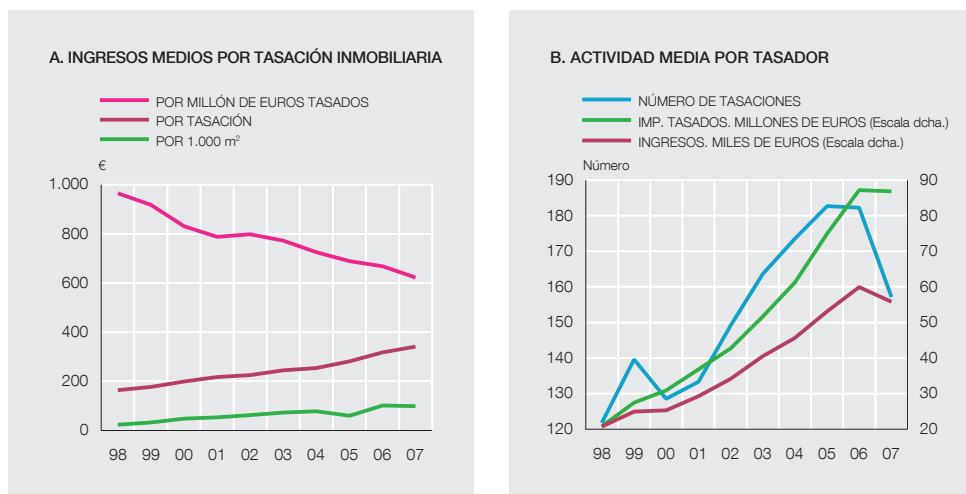
Balance y resultados de las sociedades de tasación

El descenso de la actividad de las ST tuvo su reflejo en el volumen total del balance de 255 m€, muy directo y significativo en el de los ingresos de 552 m€ y en los resultados de 52 m€, con sendas caídas respectivas de 6,8%, 8% y 11,3%. Ello fue compatible con un reforzamiento de los fondos propios de las sociedades de tasación en un 14,2% y de sus inversiones en inmovilizado del 11,8%.

El retroceso de los ingresos totales (-8%) fue más acentuado que el experimentado por el importe de todas las tasaciones (-2,1%). El 94% de los ingresos procedieron de la realización de las tasaciones inmobiliarias, mayoritariamente ligadas a la financiación con garantía hipotecaria (86%), que fueron los únicos ingresos procedentes de la actividad tasadora que cayeron en el ejercicio de forma significativa (-10,5%). El buen comportamiento de los ingresos por prestación de los restantes servicios de tasación, distintos de los destinados a constitución de hipotecas, incluidos los de bienes no inmuebles y los de las inversiones financieras, permitió moderar el retroceso de los ingresos totales.

Los ingresos medios por operación de tasación realizada han seguido avanzando a lo largo de los años hasta situarse en 341 euros por tasación en 2007, mientras que continuaron reduciéndose en relación con el importe de los bienes inmuebles valorados, situándose en casi 622 euros por cada millón de euros tasados (véase panel A del gráfico 3). Los ingresos en relación con la superficie de los bienes inmuebles valorados retrocedieron, pero manteniéndose a un nivel próximo a los 100 euros por cada 1.000 m² tasados.

Los gastos totales de las ST cayeron el 5,8%, en menor proporción que los ingresos, de los que consumieron el 86,2%, más de 2 pp por encima de los del ejercicio anterior, con un cambio de dirección en la trayectoria descendente de años anteriores. La reducción de gastos se concentró en su principal componente, el gasto de los servicios profesionales externos, que cayó el 9,7% (-35,6 m€), en su mayor parte por la caída de la contratación de tasadores externos (10,2%). El menor gasto en tasadores externos, o no vinculados, se debió a la disminución del número de tasaciones encargadas a cada tasador y, en menor proporción, de los ingresos medios por tasador contratado, mientras que la reducción de la cuantía media de los importes tasados por cada tasador fue mínima (-0,4%). Ello significó que la reducción de la actividad tasadora, medida en número de tasaciones (-15%), en importes (-2,1%) y en ingresos (-8%), fue de mayores proporciones que la reducción de los tasadores utilizados (-1,5%), ajustando el gasto mediante la redistribución de la carga de trabajo (véanse panel B del gráfico 3 y cuadro A.6).



FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 20 de junio de 2007.

a. Datos del conjunto de las ST existentes a fin de cada año.

Esta evolución de ingresos y gastos llevó, tras ocho años de fuertes y continuados crecimientos, a un intenso descenso de los resultados ordinarios (-19,5%), y a otro algo inferior de los resultados contables (-11,3%), por la caída de impuestos (-23%). Con todo ello, el resultado contable se situó en 52,3 m€, lo que supuso el 9,5% de los ingresos totales (-0,8 pp) y el 58% sobre el conjunto de los fondos propios medios del ejercicio.

18.7.2008.

APÉNDICE

Cuadros:

- A.1 Distribución de las tasaciones según el objeto: número, superficie e importe.
- A.2 Medias de importes, superficies y valores resultantes del metro cuadrado de bienes inmuebles tasados.
- A.3 Distribución de las tasaciones según petionario y de bienes inmuebles por finalidades.
- A.4 Distribución de las tasaciones de bienes inmuebles por comunidades autónomas y tamaño de los municipios.
- A.5 Dependencia de las sociedades de tasación respecto de sus clientes.
- A.6 Balance y resultados de las sociedades de tasación e información complementaria.

DISTRIBUCIÓN DE LAS TASACIONES SEGÚN EL OBJETO: NÚMERO, SUPERFICIE E IMPORTE (a)

CUADRO A.1

Datos del ejercicio. Número, hectáreas, millones de euros y %

A. NÚMERO	Número, en miles				Estructura				Variación anual			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
TOTAL	1.629,7	1.819,6	1.802,1	1.530,6	100,0	100,0	100,0	100,0	15,5	11,7	-1,0	-15,1
Bienes inmuebles	1.622,4	1.813,9	1.795,0	1.522,2	99,6	99,7	99,6	99,5	15,8	11,8	-1,0	-15,2
Terrenos total	66,0	76,1	84,3	73,5	4,0	4,2	4,7	4,8	27,9	15,4	10,7	-12,8
Suelo urbano	42,5	54,6	62,3	51,6	2,6	3,0	3,5	3,4	33,3	28,4	14,1	-17,2
Fincas rústicas	20,2	20,0	20,3	19,1	1,2	1,1	1,1	1,2	2,6	-1,1	1,8	-6,0
Suelo no urbanizable (b)	3,3	1,5	1,6	2,7	0,2	—	—	0,2	...	-52,5	6,1	67,0
Edificios completos (c)	77,7	89,5	93,3	92,5	4,8	4,9	5,2	6,0	-6,5	15,2	4,3	-0,9
De uso residencial	42,1	47,7	52,6	48,6	2,6	2,6	2,9	3,2	-2,0	13,1	10,4	-7,6
— De primera residencia	38,9	44,4	49,3	45,9	2,4	2,4	2,7	3,0	...	14,4	10,9	-6,9
— De segunda residencia	3,3	3,2	3,3	2,7	0,2	0,2	0,2	0,2	...	-1,4	3,0	-17,4
De uso terciario	4,7	5,8	5,0	8,4	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	24,3	-14,1	68,4
— De oficinas	1,3	1,5	1,5	3,5	...	—	—	0,2	...	19,2	-0,7	128,1
— De uso comercial	3,4	4,3	3,4	4,9	0,2	0,2	0,2	0,3	...	26,2	-19,0	42,0
Industriales	24,6	25,8	25,8	25,6	1,5	1,4	1,4	1,7	-15,2	4,9	0,2	-0,8
Otros	6,4	10,3	9,9	9,9	0,4	0,6	0,6	0,6	-2,5	61,7	-3,2	-0,8
Elementos de edificios	1.468,2	1.636,3	1.606,2	1.347,9	90,1	89,9	89,1	88,1	16,5	11,5	-1,8	-16,1
Viviendas	1.289,6	1.433,6	1.411,2	1.161,9	79,1	78,8	78,3	75,9	12,0	11,2	-1,6	-17,7
— Situada en edificios o bloques	939,3	1.037,9	1.021,0	820,6	57,6	57,0	56,7	53,6	...	10,5	-1,6	-19,6
— Unifamiliares	350,3	395,7	390,2	341,3	21,5	21,7	21,7	22,3	...	12,9	-1,4	-12,5
Oficinas	8,5	9,7	10,1	10,3	0,5	0,5	0,6	0,7	16,2	14,0	4,3	1,9
Locales comerciales	76,3	90,0	77,5	69,1	4,7	4,9	4,3	4,5	10,0	17,9	-13,9	-10,8
Otros	93,7	103,1	107,4	106,7	5,8	5,7	6,0	7,0	89,5	10,0	4,2	-0,7
Explotación económica (d)	5,3	5,6	6,0	6,7	0,3	0,3	0,3	0,4	-3,1	5,8	6,5	11,7
Otros bienes inmuebles (e)	5,3	6,3	5,3	1,7	0,3	0,3	0,3	0,1	76,2	19,2	-16,4	-67,5
Tasaciones no inmobiliarias (f)	7,3	5,7	7,1	8,1	0,4	0,3	0,4	0,5	-29,2	-21,2	24,1	13,9
PRO MEMORIA:												
Otras valoraciones	215,7	255,8	290,8	325,2	13,2	14,1	16,2	21,2	29,0	18,6	31,9	18,6
Actualizaciones (g)	62,7	87,3	107,3	107,1	3,8	4,8	6,0	7,0	79,4	39,2	23,0	-0,2
Valoraciones intermedias (i)	153,0	168,5	183,5	218,1	9,4	9,3	10,2	14,2	15,6	10,2	8,9	18,8
Patrimonios (h)	3,1	9,0	2,3	2,5	0,2	0,5	0,1	0,2	85,9	87,1	-74,0	7,3
B. SUPERFICIE	Hectáreas				Estructura				Variación anual			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
TOTAL BIENES INMUEBLES	526.248,0	841.257,0	565.646,0	523.591,0	100,0	100,0	100,0	100,0	13,0	59,9	-32,8	-7,4
Terrenos total	476.793,0	786.769,0	500.582,0	478.666,0	90,6	93,5	88,5	91,4	11,2	65,0	-36,4	-4,4
Suelo urbano	45.165,0	73.850,0	82.557,0	75.668,0	8,6	8,8	14,6	14,5	13,2	63,5	11,8	-8,3
Fincas rústicas	423.593,0	704.968,0	409.972,0	388.574,0	80,5	83,8	72,5	74,2	8,9	66,4	-41,8	-5,2
Suelo no urbanizable (b)	8.036,0	7.951,0	8.053,0	14.424,0	1,5	0,9	1,4	2,8	...	-1,1	1,3	79,1
Edificios completos (c)	15.585,0	19.286,0	20.669,0	17.894,0	3,0	2,3	3,7	3,4	-0,3	23,8	7,2	-13,4
De uso residencial	9.371,0	10.082,0	11.510,0	10.312,0	1,8	1,2	2,0	2,0	11,2	7,6	14,2	-10,4
— De primera residencia	8.418,0	9.203,0	10.576,0	9.511,0	1,6	1,1	1,9	1,8	...	9,3	14,9	-10,1
— De segunda residencia	953,0	879,0	934,0	801,0	0,2	0,1	0,2	0,2	...	-7,8	6,3	-14,2
De uso terciario	894,0	999,0	938,0	953,0	0,2	0,1	0,2	0,2	-36,9	11,8	-6,2	1,7
— De oficinas	470,0	535,0	497,0	547,0	—	—	—	0,1	...	13,7	-7,0	10,0
— De uso comercial	423,0	464,0	440,0	406,0	—	—	—	—	...	9,7	-5,2	-7,7
Industriales	3.932,0	4.852,0	5.760,0	4.325,0	0,7	0,6	1,0	0,8	-9,8	23,4	18,7	-24,9
Otros	1.388,0	3.353,0	2.461,0	2.304,0	0,3	0,4	0,4	0,4	-3,0	41,6	-26,6	-6,4
Elementos de edificios	18.290,0	20.849,0	20.137,0	16.985,0	3,5	2,5	3,6	3,2	8,2	14,0	-3,4	-15,7
Viviendas	15.669,0	17.593,0	17.216,0	14.381,0	3,0	2,1	3,0	2,7	3,1	12,3	-2,1	-16,5
— Situada en edificios o bloques	8.944,0	9.931,0	9.686,0	7.768,0	1,7	1,2	1,7	1,5	...	11,0	-2,5	-19,8
— Unifamiliares	6.726,0	7.663,0	7.531,0	6.613,0	1,3	0,9	1,3	1,3	...	13,9	-1,7	-12,2
Oficinas	180,0	185,0	197,0	188,0	—	—	—	—	-4,5	3,1	6,0	-4,5
Locales comerciales	1.353,0	1.622,0	1.299,0	1.115,0	0,3	0,2	0,2	0,2	7,4	19,9	-19,9	-14,2
Otros	1.088,0	1.448,0	1.425,0	1.301,0	0,2	0,2	0,3	0,2	11,6	33,1	-1,6	-8,7
Explotación económica (d)	15.580,0	14.352,0	24.259,0	10.045,0	3,0	1,7	4,3	1,9	54,8	-7,9	69,0	-58,6

Datos del ejercicio. Número, hectáreas, miles de millones de euros y %

	Miles de millones de euros				Estructura				Variación anual			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
C. IMPORTE												
TOTAL	574,8	747,0	862,3	844,1	100,0	100,0	100,0	100,0	28,9	30,0	15,4	-2,1
Bienes inmuebles	567,8	740,4	853,8	834,1	98,8	99,1	99,0	98,8	27,9	30,4	15,3	-2,3
Terrenos total	88,5	140,0	168,0	179,3	15,4	18,7	19,5	21,2	62,0	58,2	20,1	6,7
Suelo urbano	74,4	125,2	147,9	140,5	13,0	16,8	17,1	16,6	63,2	68,2	18,1	-5,0
Fincas rústicas	7,9	10,1	13,4	11,3	1,4	1,3	1,6	1,3	-12,7	28,3	32,7	-15,4
Suelo no urbanizable (b)	6,2	4,6	6,8	27,5	1,1	0,6	0,8	3,3	—	-24,7	46,7	303,8
Edificios completos (c)	180,9	223,6	272,5	278,0	31,5	29,9	31,6	32,9	19,8	23,6	21,9	2,0
De uso residencial	129,9	155,1	192,8	190,2	22,6	20,8	22,4	22,5	29,4	19,4	24,3	-1,4
— De primera residencia	115,1	140,0	176,0	173,6	20,0	18,7	20,4	20,6	—	21,6	25,7	-1,3
— De segunda residencia	14,7	15,0	16,8	16,5	2,6	2,0	2,0	2,0	—	2,0	12,0	-1,8
De uso terciario	14,3	18,3	18,4	21,0	2,5	2,4	2,1	2,5	-18,2	27,9	0,8	14,1
— De oficinas	9,1	11,7	11,2	14,3	1,6	1,6	1,3	1,7	—	28,9	-4,1	27,6
— De uso comercial	5,2	6,6	7,2	6,7	0,9	0,9	0,8	0,8	—	26,2	9,4	-6,9
Industriales	21,2	25,4	29,4	32,6	3,7	3,4	3,4	3,9	3,9	19,9	15,8	10,9
Otros	15,6	24,9	31,9	34,2	2,7	3,3	3,7	4,1	21,5	60,0	28,2	7,3
Elementos de edificios	279,7	353,9	385,8	346,8	48,7	47,4	44,7	41,1	27,1	26,5	9,0	-10,1
Viviendas	249,4	314,0	345,8	306,3	43,4	42,0	40,1	36,3	25,9	25,9	10,1	-11,4
— Situadas en edificios o bloques	161,8	202,2	223,1	191,0	28,1	27,1	25,9	22,6	—	25,0	10,3	-14,4
— Unifamiliares	87,6	111,8	122,8	115,3	15,2	15,0	14,2	13,7	—	27,6	9,8	-6,0
Oficinas	3,4	4,3	4,8	5,7	0,6	0,6	0,6	0,7	10,0	23,3	13,1	18,9
Locales comerciales	21,1	28,9	25,3	25,5	3,7	3,9	2,9	3,0	23,9	36,9	-12,4	0,9
Otros	5,8	6,7	9,9	9,2	1,0	0,9	1,1	1,1	233,4	16,5	47,2	-6,9
Explotación económica (d)	15,7	21,1	25,3	27,7	2,7	2,8	2,9	3,3	-12,8	33,8	20,2	9,3
Otros bienes inmuebles (e)	3,0	1,9	2,1	2,4	0,5	0,3	0,2	0,3	726,6	-35,9	8,0	13,5
Tasaciones no inmobiliarias (f)	7,0	6,6	8,5	10,0	1,2	0,9	1,0	1,2	260,4	-5,9	29,8	16,7
PRO MEMORIA:												
Actualizaciones (g)	71,7	95,9	144,3	173,6	12,5	12,8	16,7	20,6	92,3	33,8	50,4	20,4
Patrimonios (h)	4,9	16,7	10,7	6,2	0,9	2,2	1,2	0,7	104,2	238,5	-36,1	-41,7

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 20 de junio de 2008.

a. Datos del conjunto de las ET activas en cada año.

b. Se trata de los terrenos no urbanizables, excluidos los ligados a una explotación económica permitida por la legislación vigente y los incluidos en fincas rústicas. Véase nota d.

c. Los edificios se clasifican según su uso dominante, atendiendo a la superficie de cada uso. Incluye los edificios en construcción por el valor del edificio terminado. Las valoraciones intermedias se presentan, exclusivamente, en el epígrafe correspondiente de la pro memoria.

d. Se trata de todo edificio o elemento de edificio vinculado a una actividad o explotación económica: hoteles, residencias, hospitales, instalaciones fabriles, centros de transporte, equipamientos sociales, instalaciones agropecuarias, etc.

e. Incluye obras de urbanización, etc.

f. Activos inmateriales, empresas, maquinaria, instalaciones, otros bienes corporales, fondos de comercio, opciones, derechos y otros.

g. Incluye las efectuadas con menos de dos años de antigüedad, excepto cuando, por modificación significativa del bien valorado, deban figurar como nuevas tasaciones. Hasta 1997, inclusive, se incluían con las valoraciones intermedias.

h. Con independencia de que su desglose en los distintos componentes se incluya en los correspondientes apartados.

i. Las valoraciones intermedias deben recoger los incrementos netos de valores de los certificados emitidos, con posterioridad a la tasación inicial, durante la construcción o rehabilitación de elementos o edificios.

MEDIAS DE IMPORTES, SUPERFICIES Y VALORES RESULTANTES DEL METRO CUADRADO DE BIENES INMUEBLES TASADOS (a)

CUADRO A.2

Datos del ejercicio

	Miles de euros				Variación anual			
A. IMPORTES MEDIOS	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Suelo urbano	1.750,9	2.293,8	2.372,7	2.721,3	22,5	31,0	3,4	14,7
Fincas rústicas	388,7	504,4	657,5	591,9	-14,9	29,8	30,4	-10,0
Edificios completos	2.328,7	2.499,1	2.919,8	3.007,3	28,1	7,3	16,8	3,0
De uso residencial	3.083,5	3.253,7	3.664,5	3.910,6	32,0	5,5	12,6	6,7
— De primera residencia	2.962,8	3.150,7	3.569,0	3.783,4	...	6,3	13,3	6,0
— De segunda residencia	4.522,3	4.679,1	5.085,2	6.044,7	...	3,5	8,7	18,9
De uso terciario	3.069,2	3.159,3	3.707,1	2.511,1	-18,6	2,9	17,3	-32,3
— De oficinas	7.034,6	7.607,3	7.347,2	4.111,0	...	8,1	-3,4	-44,0
— De uso comercial	1.553,9	1.553,9	2.097,4	1.374,7	...	—	35,0	-34,5
Industriales	862,9	986,1	1.139,6	1.274,9	22,5	14,3	15,6	11,9
Elementos de edificios (b)	199,3	226,4	250,8	272,0	12,1	13,6	10,8	8,4
Viviendas	193,4	219,0	245,1	263,6	12,4	13,3	11,9	7,6
— Situadas en edificios o bloques	172,2	194,8	218,5	232,7	...	13,1	12,1	6,5
— Unifamiliares	250,0	282,4	314,6	338,0	...	13,0	11,4	7,4
Oficinas	407,0	440,2	477,4	557,2	-5,3	8,2	8,5	16,7
Locales comerciales	276,7	321,2	326,7	369,7	12,7	16,1	1,7	13,2
B. SUPERFICIES MEDIAS	Metros cuadrados				Variación anual			
Suelo urbano	10.623,0	13.525,4	13.248,5	14.659,6	-15,1	27,3	-2,0	10,7
Fincas rústicas	209.626,7	352.819,4	201.579,3	203.324,6	6,1	68,3	-42,9	0,9
Edificios completos	2.006,1	2.155,3	2.214,4	1.935,5	6,6	7,4	2,7	-12,6
De uso residencial	2.224,8	2.115,5	2.187,6	2.120,4	13,4	-4,9	3,4	-3,1
— De primera residencia	2.166,3	2.070,8	2.145,1	2.072,3	...	-4,4	3,6	-3,4
— De segunda residencia	2.922,7	2.733,4	2.820,3	2.927,7	...	-6,5	3,2	3,8
De uso terciario	1.919,7	1.727,4	1.887,5	1.139,6	-37,2	-10,0	9,3	-39,6
— De oficinas	3.654,0	3.485,7	3.265,0	1.574,5	...	-4,6	-6,3	-51,8
— De uso comercial	1.256,9	1.092,8	1.278,3	830,7	...	-13,1	17,0	-35,0
Industriales	1.601,6	1.883,5	2.231,8	1.690,0	6,4	17,6	18,5	-24,3
Elementos de edificios (b)	125,2	126,5	124,8	126,4	-7,7	1,1	-1,3	1,2
Viviendas	121,5	122,7	122,0	123,8	-8,0	1,0	-0,6	1,5
— Situadas en edificios o bloques	95,2	95,7	94,9	94,7	...	0,5	-0,9	-0,2
— Unifamiliares	192,0	193,6	193,0	193,8	...	0,9	-0,3	0,4
Oficinas	212,4	192,0	195,2	183,1	-17,8	-9,6	1,7	-6,2
Locales comerciales	177,3	180,3	167,6	161,4	-2,4	1,7	-7,0	-3,7
C. VALORES MEDIOS DEL M ²	Euros por metro cuadrado				Variación anual			
Suelo urbano	164,8	169,6	179,0	185,6	44,2	2,9	5,6	3,7
Fincas rústicas	1,9	1,4	3,0	2,9	-19,7	-22,9	128,2	-10,8
Edificios completos	1.160,8	1.159,5	1.319,0	1.553,8	20,2	-0,1	13,7	17,8
De uso residencial	1.385,9	1.538,0	1.675,0	1.844,3	16,4	11,0	8,9	10,1
— De primera residencia	1.367,7	1.521,5	1.664,0	1.825,7	...	11,2	9,4	9,7
— De segunda residencia	1.547,3	1.711,8	1.803,0	2.064,7	...	10,6	5,3	14,5
De uso terciario	1.598,8	1.828,9	1.964,0	2.203,5	29,6	14,4	7,4	12,2
— De oficinas	1.925,2	2.182,4	2.250,0	2.611,1	...	13,4	3,1	16,0
— De uso comercial	1.236,2	1.422,0	1.641,0	1.654,9	...	15,0	15,4	0,9
Industriales	538,8	523,6	511,0	754,3	15,2	-2,8	-2,5	47,7
Elementos de edificios (b)	1.592,5	1.789,3	2.009,0	2.152,3	21,5	12,4	12,3	7,1
Viviendas	1.591,5	1.784,7	2.009,0	2.129,9	22,1	12,1	12,6	6,0
— Situadas en edificios o bloques	1.809,0	2.036,4	2.303,0	2.458,4	...	12,6	13,1	6,7
— Unifamiliares	1.302,4	1.458,4	1.630,0	1.744,0	...	12,0	11,8	7,0
Oficinas	1.916,1	2.292,8	2.445,0	3.043,7	15,2	19,7	6,7	24,5
Locales comerciales	1.560,6	1.781,9	1.949,0	2.290,6	15,4	14,2	9,4	17,5

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 20 de junio de 2008.

a. Datos del conjunto de las ET activas en cada año.

b. Se han seleccionado los objetos inmobiliarios cuyos valores medios son de mayor significación e interés. La información completa disponible para la obtención de los valores medios se presenta en el cuadro A.1 (véanse las notas al mismo).

Datos del ejercicio (miles de millones de euros y %)

	Número, en miles				Estructura				Variación anual			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
TASACIONES SEGÚN PETICIONARIO												
NÚMERO TOTAL	1.629,1	1.819,5	1.802,1	1.530,3	100,0	100,0	100,0	100,0	15,4	11,7	-1,0	-15,1
Entidades de crédito	1.472,9	1.637,4	1.608,8	1.354,0	90,4	90,0	89,3	88,5	14,1	11,2	-1,7	-15,8
Bancos (b)	548,1	554,9	526,4	480,7	33,6	30,5	29,2	31,4	12,5	1,2	-5,1	-8,7
Cajas de ahorros	770,2	905,8	915,5	730,0	47,3	49,8	50,8	47,7	12,9	17,6	1,1	-20,3
Cooperativas de crédito	102,8	110,2	108,1	95,3	6,3	6,1	6,0	6,2	23,3	7,1	-1,8	-11,9
EFC	51,8	66,6	58,8	48,0	3,2	3,7	3,3	3,1	36,0	28,4	-11,7	-18,3
Otros peticionarios	156,2	182,1	193,3	176,3	9,6	10,0	10,7	11,5	29,9	16,6	6,1	-8,8
Seguros, IIC y FF	5,3	7,0	6,9	7,3	0,3	0,4	0,4	0,5	21,2	31,4	-0,8	4,9
Organismos públicos (c)	23,1	16,4	17,7	20,6	1,4	0,9	1,0	1,3	-12,8	-28,9	7,7	16,4
Otros (d)	127,8	158,7	168,7	148,5	7,8	8,7	9,4	9,7	43,0	24,2	6,3	-12,0
TASACIÓN DE BIENES INMUEBLES POR SU FINALIDAD												
NÚMERO TOTAL	1.623,0	1.813,8	1.795,0	1.522,1	100,0	100,0	100,0	100,0	15,8	11,8	-1,0	-15,2
Constituir garantías hipotecarias (e)	1.537,8	1.718,9	1.712,9	1.428,8	94,8	94,8	95,4	93,9	16,4	11,8	-0,3	-16,6
De las que: Por Ley 2/81 (f)	1.515,3	1.704,1	1.709,9	1.427,0	93,4	94,0	95,3	93,8	16,6	12,5	0,3	-16,5
Exigidas a EC (g)	3,0	13,4	1,8	2,0	0,2	0,7	—	0,1	-13,2	53,1	-86,9	14,5
Seguros, IIC y FF (h)	1,4	2,1	3,1	6,3	—	0,1	0,2	0,4	-15,0	48,3	48,8	103,0
Otros fines	80,8	79,4	77,3	85,0	5,0	4,4	4,3	5,6	7,8	-1,7	-2,7	10,0
Importe Estructura Variación anual												
TASACIONES SEGÚN PETICIONARIO												
IMPORTE TOTAL	574,2	747,0	862,3	844,1	100,0	100,0	100,0	100,0	28,7	30,1	15,4	-2,1
Entidades de crédito	464,2	585,9	661,8	621,4	80,8	78,4	76,7	73,6	26,3	26,2	12,9	-6,1
Bancos (b)	166,9	193,7	215,8	211,2	29,1	25,9	25,0	25,0	25,0	16,1	11,4	-2,2
Cajas de ahorros	264,3	347,0	398,8	367,5	46,0	46,5	46,3	43,5	26,1	31,3	15,0	-7,9
Cooperativas de crédito	25,3	34,2	35,6	32,7	4,4	4,6	4,1	3,9	30,7	35,0	4,2	-8,1
EFC	7,7	11,0	11,5	10,0	1,3	1,5	1,3	1,2	50,8	44,1	4,3	-13,0
Otros peticionarios	110,0	161,0	200,6	222,8	19,2	21,6	23,3	26,4	40,3	46,4	24,5	11,1
Seguros, IIC y FF	5,0	5,8	9,8	13,2	0,9	0,8	1,1	1,6	-12,9	16,0	68,7	34,6
Organismos públicos (c)	5,7	14,2	5,5	6,7	1,0	1,9	0,6	0,8	-10,2	50,4	-61,3	22,2
Otros (d)	99,3	141,1	185,3	202,9	17,3	18,9	21,5	24,0	49,7	42,0	31,4	9,5
TASACIÓN DE BIENES INMUEBLES POR SU FINALIDAD												
IMPORTE TOTAL	568,3	740,4	853,8	834,1	100,0	100,0	100,0	100,0	28,0	30,3	15,3	-2,3
Constituir garantías hipotecarias (e)	505,7	634,6	747,0	695,6	89,0	85,7	87,5	83,4	30,2	25,5	17,7	-6,9
De las que: Por Ley 2/81 (f)	470,0	602,0	737,8	692,8	82,7	81,3	86,4	83,1	30,5	28,1	22,6	-6,1
Exigidas a EC (g)	0,5	11,0	1,0	1,9	—	1,5	0,1	0,2	-20,7	295,4	-90,8	86,8
Seguros, IIC y FF (h)	4,0	4,2	9,0	9,4	0,7	0,6	1,1	1,1	-20,6	5,2	115,5	4,1
Otros fines	58,2	90,6	96,8	127,3	10,2	12,2	11,3	15,3	16,5	55,6	6,8	31,5

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 20 de junio de 2008.

a. Datos del conjunto de las ET activas en cada año.

b. Incluye el Instituto de Crédito Oficial (ICO).

c. Incluye la Administración Central, las Comunidades Autónomas, Corporaciones Locales, entidades gestoras de la Seguridad Social y organismos autónomos administrativos, comerciales o industriales.

d. Incluye otras personas físicas y jurídicas, entre ellas las empresas públicas.

e. Con independencia de que la operación hipotecaria llegue a perfeccionarse o no.

f. Préstamos en los que los bienes se valoran según lo establecido en la sección segunda, del capítulo II, del Real Decreto 685/1982 y en la Orden de 30 de noviembre de 1994, de desarrollo de la Ley 2/1981, de regulación del mercado hipotecario.

g. Requeridas por las normas contables que rigen a las entidades de crédito.

h. Incluye el inmovilizado de cobertura de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras, el patrimonio de IIC inmobiliarias y el de fondos de pensiones.

DISTRIBUCIÓN DE LAS TASACIONES DE BIENES INMUEBLES POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS Y TAMAÑO DE LOS MUNICIPIOS (a)

CUADRO A.4

Datos del ejercicio (miles de millones de euros y %)

NÚMERO	Número, en miles				Estructura				Variación anual			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
TOTAL	1.623,0	1.813,8	1.795,0	1.522,1	100,0	100,0	100,0	100,0	15,8	11,8	-1,0	-15,2
Andalucía (b)	302,5	345,6	340,4	297,2	18,6	19,1	19,0	19,5	20,7	14,3	-1,5	-12,7
Aragón	35,8	39,9	41,5	35,7	2,2	2,2	2,3	2,3	19,7	11,6	3,8	-13,9
Asturias	27,3	30,5	30,7	28,4	1,7	1,7	1,7	1,9	17,0	11,9	0,6	-7,6
Baleares	45,1	50,8	51,3	43,8	2,8	2,8	2,9	2,9	12,2	12,6	0,9	-14,6
Canarias	74,7	85,3	89,5	76,8	4,6	4,7	5,0	5,0	22,0	14,2	4,9	-14,2
Cantabria	19,2	21,6	20,1	17,0	1,2	1,2	1,1	1,1	8,7	12,7	-6,8	-15,5
Castilla-La Mancha	59,5	71,0	77,2	72,4	3,7	3,9	4,3	4,8	18,8	19,2	8,8	-6,3
Castilla y León	65,3	70,4	70,5	65,1	4,0	3,9	3,9	4,3	16,7	7,8	—	-7,6
Cataluña	322,8	365,8	349,8	262,4	19,9	20,2	19,5	17,2	11,2	13,3	-4,4	-25,0
Comunidad Valenciana	225,7	261,8	260,8	218,4	13,9	14,4	14,5	14,4	22,8	16,0	-0,4	-16,2
Extremadura	24,5	26,9	27,8	24,5	1,5	1,5	1,5	1,6	18,4	9,9	3,3	-11,8
Galicia	59,6	66,1	65,9	61,2	3,7	3,6	3,7	4,0	20,8	11,0	-0,3	-7,2
La Rioja	9,0	10,3	11,0	9,4	0,6	0,6	0,6	0,6	2,3	14,1	7,0	-14,0
Madrid	213,0	220,7	214,3	182,3	13,1	12,2	11,9	12,0	6,8	3,6	-2,9	-14,9
Murcia	58,7	66,7	67,1	57,6	3,6	3,7	3,7	3,8	20,2	13,6	0,5	-14,2
Navarra	19,7	19,9	21,8	18,8	1,2	1,1	1,2	1,2	23,8	0,7	9,8	-13,6
País Vasco	58,7	58,9	54,1	49,7	3,6	3,2	3,0	3,3	9,8	0,2	-8,2	-8,0
Extranjero	1,8	1,5	1,4	1,4	0,1	—	—	—	2,0	-18,4	-4,3	-2,9
PRO MEMORIA: Municipios españoles												
Madrid y Barcelona	151,6	149,2	143,6	122,2	9,3	8,2	8,0	8,0	...	-1,5	-3,8	-14,9
Otros de más de 500.000 hab.	97,2	125,3	118,4	98,6	6,0	6,9	6,6	6,5	...	28,8	-5,5	-16,7
Otros de más de 100.000 hab.	388,2	425,5	415,1	361,0	23,9	23,5	23,1	23,7	...	9,6	-2,5	-13,0
Resto de municipios	984,2	1.112,3	1.116,6	939,0	60,6	61,3	62,2	61,7	...	13,0	0,4	-15,9
IMPORTE	Miles de millones de euros				Estructura				Variación anual			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
TOTAL	568,3	740,4	853,8	834,1	100,0	100,0	100,0	100,0	28,0	30,3	15,3	-2,3
Andalucía (b)	107,7	140,3	161,3	151,3	18,9	18,9	18,9	18,1	36,4	30,3	15,0	-6,2
Aragón	11,5	15,3	22,6	20,3	2,0	2,1	2,6	2,4	27,9	33,0	47,5	-10,2
Asturias	7,0	8,3	9,7	12,1	1,2	1,1	1,1	1,5	20,5	18,2	16,8	25,2
Baleares	17,9	22,7	26,2	26,1	3,1	3,1	3,1	3,1	24,9	26,9	15,9	-0,4
Canarias	25,1	30,0	34,3	33,2	4,4	4,1	4,0	4,0	20,3	19,6	14,4	-3,3
Cantabria	6,1	8,3	9,7	8,0	1,1	1,1	1,1	1,0	18,0	36,7	16,7	-18,1
Castilla-La Mancha	20,1	30,8	37,9	41,2	3,5	4,2	4,4	4,9	52,1	53,6	22,9	8,7
Castilla y León	19,9	25,2	29,6	32,0	3,5	3,4	3,5	3,8	20,8	26,8	17,2	8,2
Cataluña	107,3	141,8	168,9	150,2	18,9	19,1	19,8	18,0	21,5	32,2	19,2	-11,1
Comunidad Valenciana	62,5	84,5	102,7	95,9	11,0	11,4	12,0	11,5	31,9	35,3	21,5	-6,6
Extremadura	4,9	6,5	8,0	7,9	0,9	0,9	0,9	0,9	33,2	32,1	22,6	-1,5
Galicia	15,3	21,5	24,4	25,6	2,7	2,9	2,9	3,1	27,0	40,3	13,5	4,9
La Rioja	3,4	4,6	5,2	5,0	0,6	0,6	0,6	0,6	5,2	36,1	13,4	-4,2
Madrid	111,2	139,0	139,5	145,2	19,6	18,8	16,3	17,4	19,2	25,1	0,4	4,0
Murcia	19,9	25,9	34,3	35,9	3,5	3,5	4,0	4,3	67,0	29,9	32,5	4,6
Navarra	7,6	11,3	9,2	9,2	1,3	1,5	1,1	1,1	8,5	48,8	-18,5	0,2
País Vasco	20,0	22,8	27,2	25,9	3,5	3,1	3,2	3,1	24,3	13,9	19,1	-4,7
Extranjero	1,0	1,5	2,9	9,1	0,2	0,2	0,3	1,1	32,1	45,2	93,9	211,6
PRO MEMORIA: Municipios españoles												
Madrid y Barcelona	79,0	98,3	98,2	106,6	13,9	13,3	11,5	12,8	...	24,5	-0,2	8,5
Otros de más de 500.000 hab.	28,2	46,7	54,8	51,7	5,0	6,3	6,4	6,2	...	65,2	17,5	-5,6
Otros de más de 100.000 hab.	127,7	162,5	181,4	185,2	22,5	21,9	21,2	22,2	...	27,3	11,7	2,1
Resto de municipios	332,4	431,4	516,4	481,4	58,5	58,3	60,5	57,7	...	29,8	19,7	-6,8

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 20 de junio de 2008.

a. Datos del conjunto de las ET activas en cada año.

b. Incluye Ceuta y Melilla.

Número y % Agrupaciones según aportación del cliente principal a los ingresos ordinarios (b)	Número de ST				Ingresos ordinarios, en %				Peso del primer cliente y de los que suponen, al menos, el 15%			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Total ST activas	62	58	56	56	100,0	100,0	100,0	100,0	42,3	42,9	41,1	38,2
Relacionadas con EC (c)	12	12	13	13	46,2	47,8	51,3	51,8	49,8	50,4	50,4	46,4
Cliente principal => 50%	24	24	20	18	10,4	13,9	8,4	3,9	65,6	65,8	68,8	86,2
Cliente principal => 25% y < 50%	8	9	9	12	24,3	19,3	18,7	25,0	38,6	34,4	34,0	32,3
Cliente principal => 15% y <25%	7	8	7	7	10,8	13,8	14,3	7,8	19,8	18,1	17,5	19,3
Resto	11	5	7	6	8,3	5,2	7,3	11,5	10,8	10,0	10,2	10,9

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 23 de junio de 2008.

a. Datos del conjunto de las ST activas en cada año.

b. Se han clasificado según la importancia relativa del cliente principal, si bien hay entidades con otros clientes, distintos del principal, que superan el 15% de los ingresos ordinarios.

c. Se incluyen las filiales y las participadas por EC. En bastantes casos, el socio mayoritario es, al mismo tiempo, el cliente principal.

Datos a fin de ejercicio y resultados del ejercicio (miles de euros y %)

	Miles de euros				Estructura				Variación anual			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
BALANCE												
Activo total = Pasivo total	206.757	243.839	273.556	255.081	100,0	100,0	100,0	100,0	20,1	17,9	12,2	-6,8
Circulante	137.916	164.976	186.494	160.346	66,7	67,7	68,2	62,9	18,6	19,6	13,0	-14,0
Inmovilizado	55.775	65.654	75.299	84.199	27,0	26,9	27,5	33,0	14,7	17,7	14,7	11,8
Fondos propios	64.534	71.254	83.887	95.759	31,2	29,2	30,7	37,5	3,6	10,4	17,7	14,2
Acreedores	98.207	114.426	128.248	105.122	47,5	46,9	46,9	41,2	31,6	16,5	12,1	-18,0
Resultados	41.386	54.357	58.994	52.330	20,0	22,3	21,6	20,5	34,8	31,3	8,5	-11,3
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS												
1 Ingresos	431.713	532.254	600.201	552.316	100,0	100,0	100,0	100,0	22,5	23,3	12,8	-8,0
Por tasación de inmuebles	412.007	510.049	571.004	519.922	95,4	95,8	95,3	94,1	20,3	23,8	12,0	-8,9
Constituir garantías hipotecarias (b)	374.070	477.077	529.149	473.772	86,6	89,6	88,3	85,8	20,2	27,5	10,9	-10,5
Exigidas a EC (c)	354	1.028	411	698	—	0,2	0,1	0,1	-19,0	190,4	-60,0	69,8
Seguros, IIC y FF (d)	1.154	1.451	2.217	3.052	0,3	0,3	0,4	0,6	-42,6	25,7	52,8	37,7
Otros fines (e)	36.430	30.493	39.227	42.400	8,8	6,1	6,5	7,7	25,9	-16,3	28,6	8,1
Por otros servicios	16.220	18.826	22.100	23.743	3,8	3,5	3,8	4,3	123,2	16,1	17,4	7,4
Financieros	2.457	2.029	3.468	5.429	0,6	0,4	0,6	1,0	61,5	-17,6	70,9	56,5
Otros	1.024	1.349	3.631	3.226	0,2	0,2	0,3	0,6	7,0	31,7	169,2	-11,2
2 Gastos	-366.601	-448.033	-505.273	-475.856	-84,9	-84,2	84,1	-86,2	20,6	22,2	12,8	-5,8
De personal	-47.443	-57.240	-68.069	-76.540	-11,0	-10,8	11,4	-13,9	20,8	20,7	18,9	12,4
Por servicios profesionales	-265.155	-325.370	-365.003	-329.431	-61,4	-61,1	-61,0	-59,6	23,7	22,7	12,2	-9,7
De los que: Tasadores	-221.348	-269.944	-297.615	-267.261	-51,3	-50,7	-49,7	-48,4	19,6	22,0	10,3	-10,2
Otros generales	-46.169	-55.167	-61.751	-58.500	-10,7	-10,4	-10,2	-10,6	15,2	19,5	11,9	-5,3
Financieros	-667	-826	-1.106	-1.492	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	4,5	18,4	33,9	34,9
Amortización y provisiones	-7.167	-9.430	-9.344	-9.893	-1,7	-1,8	-1,4	-1,8	-26,1	31,6	-0,9	5,9
3 Resultados ordinarios	65.112	84.221	94.928	76.460	15,1	15,8	15,9	13,8	34,6	29,4	12,7	-19,5
4 Resultados extraordinarios	-2.526	-1.182	-4.523	-211	-0,6	-0,2	-0,4	0,0	-57,2	-50,2	282,7	-95,3
5 Resultados antes de impuestos	62.586	83.039	90.405	76.249	14,5	15,6	15,5	13,8	47,3	32,7	8,9	-15,7
6 Impuestos	-21.593	-28.673	-31.412	-23.917	-5,0	-5,4	-5,2	-4,3	81,1	32,8	9,6	-23,9
7 Resultado contable	40.990	54.357	58.995	52.330	9,5	10,2	10,3	9,5	33,5	32,6	8,5	-11,3
	Número				Variación anual							
INFORMACIÓN COMPLEMENTARIA												
Sociedades de tasación	62	59	56	57	-9,0	-3,3	0,0	1,8				
Filiales de EC (f)	8	8	9	9	—	—	12,5	—				
Participadas por EC	4	4	4	4	—	—	—	—				
Otras	50	46	43	43	-12,7	-6,3	—	—				
Inactivas	—	1	—	1	—	—	—	—				
Empleados en plantilla de ST	1.645	1.786	2.016	2.071	18,1	8,6	12,9	2,7				
Tasadores	9.389	9.958	9.888	9.737	8,8	6,1	-0,7	-1,5				
Vinculados	523	526	555	562	-5,6	0,6	5,5	1,3				
No vinculados	8.866	9.432	9.333	9.175	9,8	6,4	-1,0	-1,7				
Sucursales o delegaciones de ST	306	293	334	350	7,0	-4,2	14,0	4,8				

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 20 de junio de 2007.

- a. Datos del conjunto de las ST existentes a fin de cada año.
- b. Con independencia de que la operación hipotecaria llegue a perfeccionarse o no. Básicamente, préstamos en los que los bienes se valoran según lo establecido en la sección segunda, del capítulo II, del Real Decreto 685/1982 y en la Orden de 30 de noviembre de 1994.
- c. Requeridas por las normas contables que rigen a las entidades de crédito.
- d. Incluye el inmovilizado de cobertura de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras, el patrimonio de instituciones de inversión colectiva inmobiliarias y el de fondos de pensiones.
- e. Incluye los expedientes de expropiación, los seguros de daños y otros no incluidos en los epígrafes, por responder, por ejemplo, a requerimientos de registradores mercantiles, de auditores, etc.; además, contiene pequeñas discrepancias, debidas a que la información de detalle se recoge en un impreso distinto.
- f. Sociedades en las que una EC es accionista mayoritario.

Este artículo ha sido elaborado por Juan Carlos Casado Cubillas, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

La publicación de nuevas disposiciones de carácter financiero durante el segundo trimestre de 2008 ha sido relativamente escasa, en relación con períodos anteriores.

En el ámbito de las entidades de crédito, se ha procedido al desarrollo final de la normativa sobre los recursos propios y la supervisión en base consolidada, conforme a las directrices marcadas en 2004 en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en materia de solvencia, y sustanciadas en posteriores directivas comunitarias, que, después de varios desarrollos legislativos, han quedado transpuestas en su totalidad a nuestro ordenamiento jurídico.

En el terreno de los mercados de valores, se han publicado dos disposiciones: por un lado, se ha flexibilizado el marco de actuación de las instituciones de inversión colectiva (en adelante, IIC) en lo relativo a las operaciones con instrumentos financieros derivados, y se han actualizado determinados conceptos adaptándolos al derecho comunitario; por otro lado, se ha modificado la normativa relativa a las tasaciones de inmuebles de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria, entre otros aspectos, para permitir el envío de los certificados de tasación por vía telemática. Por último, se ha publicado un conjunto de medidas de impulso a la actividad económica, de carácter fiscal y económico, para hacer frente a la desaceleración de la economía española.

Determinación y control de los recursos propios mínimos de las entidades de crédito: modificación de la normativa

El Acuerdo de Capital de Basilea II de 2004, firmado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea el 26 de junio de 2004 (conocido como Basilea II), estableció un conjunto de medidas estructuradas sobre la base de tres pilares que se refuerzan mutuamente: la adopción de reglas uniformes para la determinación de los requerimientos mínimos de recursos propios en función de los riesgos asumidos (pilar 1), la revisión supervisora con el objetivo de fomentar la mejora de la gestión interna de los riesgos de las entidades (pilar 2), y la información al mercado sobre los aspectos clave de su perfil de negocio, exposición al riesgo y formas de gestión del riesgo (pilar 3). Estos pilares deben tenerse en cuenta conjuntamente con el objetivo de que las entidades tengan un nivel de fondos propios acorde con su perfil de riesgos global.

Posteriormente, dicho Acuerdo se sustanció en el ámbito comunitario en dos directivas: la Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición), y la Directiva 2006/49/CE, del Parlamento europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006¹, sobre la adecuación del capital de las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito (refundición). Estas directivas se incorporaron parcialmente a nuestro ordenamiento mediante dos leyes diferentes: la Ley 36/2007, de 16 de noviembre², por la que se modifica la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y otras normas del sistema financiero, en el ámbito de las entidades de crédito, y la Ley 47/2007, de 19 de diciembre³, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en el ámbito de las empresas de servicios

1. Para mayor información sobre ambas directivas, véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2006», *Boletín Económico*, julio-agosto 2006, Banco de España, pp. 185-189. 2. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007», *Boletín Económico*, enero 2008, Banco de España, pp. 131-133. 3. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007», *Boletín Económico*, enero 2008, Banco de España, pp. 139-147.

de inversión. Dentro de este amplio contexto, posteriormente se publicó el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero⁴, de recursos propios de las entidades financieras, que abordó de nuevo una transposición parcial de las directivas citadas, haciendo necesario culminar el proceso de transposición en disposiciones de rango inferior, recogiendo las especificaciones técnicas contempladas en aquellas.

Con este objetivo, se ha publicado la CBE 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España (BOE de 10 de junio), sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, que constituye el desarrollo final, en el ámbito de las entidades de crédito, de la legislación sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras (en adelante, la Circular). Esta Circular sustituye a la CBE 5/1993, de 26 de marzo, de determinación y control de los recursos propios mínimos⁵.

La Circular introduce importantes cambios, ya que no solamente sustituye el antiguo sistema de determinación de los recursos propios mínimos por otro más complejo y mucho más sensible a los riesgos reales del negocio bancario, sino que, como consecuencia del desarrollo de los pilares 2 y 3, introduce novedades en otros aspectos, como los relacionados con la función del supervisor, cuya responsabilidad en el proceso de control en esta área se ve ampliada, o con las exigencias de información que deben proporcionar las entidades de crédito.

A continuación se reseñan las novedades más importantes de la Circular, que entró en vigor el pasado 11 de junio. El cuadro 1 ofrece, de manera sintética, una comparación de los principales elementos contemplados en la Circular con el tratamiento otorgado a los mismos en la CBE 5/1993 y sus actualizaciones posteriores.

ÁMBITO DE APLICACIÓN

La Circular, al igual que su antecesora, es de aplicación a los grupos y subgrupos consolidables de entidades de crédito, así como a las entidades de crédito individuales de nacionalidad española, integradas o no en un grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito⁶. Por el contrario, no quedarán sujetos a supervisión en España los grupos de coordinación que tengan como dominante a una entidad financiera con domicilio fuera de la Unión Europea, siempre que estén sujetos a una supervisión en base consolidada por parte de la autoridad competente de un tercer país, que sea equivalente a la prevista en las normas españolas. No obstante, si no se apreciase la existencia de un régimen de supervisión equivalente, resultará de aplicación a dicho grupo el régimen de supervisión consolidada previsto en la presente Circular, en el marco de lo establecido en la Directiva 2006/48/CE.

REQUERIMIENTOS GENERALES DE RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS

Respecto a los requerimientos de recursos propios mínimos, las entidades deberán mantener un volumen suficiente de recursos propios computables para cubrir la suma de: a) la exigencia por *riesgo de crédito y de dilución* respecto de todas sus actividades, con excepción de la correspondiente a la cartera de negociación; b) la exigencia por *riesgo de contraparte*, y por *riesgo de posición y liquidación* correspondientes a la cartera de negociación; c) la exigencia, respecto de todas sus actividades, por *riesgo de cambio y de la posición en oro*, en función de la posición global neta en divisas y de la posición neta en oro, y d) la exigencia por riesgo operacional determinada en relación con todas sus actividades.

4. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2008», *Boletín Económico*, abril 2008, Banco de España, pp. 155-161. 5. Con la redacción dada por las siguientes circulares: CBE 12/1993, de 17 de diciembre; CBE 2/1994, de 4 de abril; CBE 6/1994, de 26 de septiembre; CBE 12/1996, de 29 de noviembre; CBE 3/1997, de 29 de abril; CBE 5/1998, de 29 de mayo; CBE 10/1999, de 17 de diciembre; CBE 4/2001, de 24 de septiembre; CBE 3/2003, de 24 de junio; CBE 3/2004, de 23 de julio; CBE 3/2005, de 30 de junio; CBE 2/2006, de 30 de junio, y CBE 2/2008, de 25 de enero. 6. Para simplificar, en lo sucesivo se utilizará el término «entidad» para aglutinar en su acepción a los grupos consolidables de entidades de crédito, los subgrupos consolidables de las mismas y las entidades de crédito no integradas en uno de esos grupos, incluidas las sucursales en España de entidades de crédito con sede en terceros países.

CBE 5/1993, DE 26 DE MARZO		CBE 3/2008, DE 22 DE MAYO	
Ámbito de aplicación			
Los grupos y subgrupos consolidables de entidades de crédito, así como las entidades de crédito individuales de nacionalidad española, integradas o no en un grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito.		Sin cambios significativos.	
Requerimientos generales de recursos propios mínimos			
Las entidades deberán mantener, en todo momento, un volumen suficiente de recursos propios computables para cubrir determinados riesgos (de crédito, de riesgo de cambio y de la posición en oro, de la cartera de negociación, y de precio de mercaderías). Además, deberán cumplir los límites a la concentración de riesgos y a las inmovilizaciones materiales, y cumplir individualmente los límites de riesgos por posiciones en divisas. También deberán disponer de procedimientos administrativos y contables, sistemas de gestión de riesgos y mecanismos de control interno adecuados a su tamaño, y a la diversidad y complejidad de las actividades que desarrollen.		Las entidades deberán mantener, en todo momento, un volumen suficiente de recursos propios computables, para cubrir riesgos similares a los establecidos en la CBE 5/1993 (se añaden el riesgo operacional y el riesgo de dilución). Además, deberán cumplir los límites a los grandes riesgos, la gestión interna de sus riesgos, las obligaciones sobre gobierno corporativo interno, autoevaluación del capital y medición del riesgo de tipo de interés, y las obligaciones de información al mercado.	
Elementos que componen los recursos propios			
Recursos propios básicos		Recursos propios básicos	
Capital social de las sociedades anónimas, fondos fundacionales y cuotas participativas de las cajas, aportaciones al capital social de las cooperativas de crédito y fondo de dotación a sucursales.		Sin cambios significativos.	
Las reservas efectivas y expresas, y fondos asimilados o reclasificados como reservas			
Las participaciones preferentes, y las acciones sin voto que no otorguen derechos acumulativos al cobro de dividendos.		Las participaciones preferentes y las acciones sin voto destinadas para la cobertura de riesgos y pérdidas en caso de saneamiento general, con duración indeterminada, y que no otorguen derechos acumulativos al cobro de dividendos. Se establecen límites para formar parte de los recursos propios básicos, salvo que cuenten con cláusulas que aseguren su convertibilidad en capital, y en caso de saneamiento general de la entidad.	
Recursos propios de segunda categoría		Recursos propios de segunda categoría	
Las reservas de regularización, actualización o revalorización de activos.		Sin cambios significativos.	
El saldo contable de la cobertura genérica correspondiente al riesgo de insolvencia de los clientes.			
El resto de las acciones sin voto y las acciones rescatables cuya duración no sea inferior a cinco años.			
Las financiación subordinadas cuyo plazo no sea inferior a cinco años.		Sin cambios significativos (ahora se denominan «estándar»).	
Las financiación subordinadas de duración indeterminada.		Sin cambios significativos.	
No se contempla.		Las financiación subordinadas a corto plazo: su plazo no será inferior a dos años a contar desde su efectivo desembolso, y no podrá contener cláusulas de rescate, reembolso o amortización anticipada.	
No se contempla.		Recursos propios auxiliares: para la cobertura exclusivamente del riesgo de precio y de cambio.	
Coeficiente de solvencia			
Riesgo de crédito: los requerimientos de los recursos propios mínimos serán el 8% del resultado de las ponderaciones de los diferentes elementos de riesgo.		Riesgo de crédito: los requerimientos de los recursos propios mínimos serán el 8% del total de las exposiciones de la entidad ponderadas por riesgo y calculadas conforme al método estándar, o bien, si lo autoriza el Banco de España, conforme al método basado en calificaciones internas (método IRB).	
		Dentro del riesgo de crédito, se contempla el riesgo de dilución, que es el derivado de que el importe de los derechos de cobro adquiridos por la entidad se vea reducido por adeudos en favor del deudor por causas tales como las relaciones comerciales entre el deudor y el vendedor de los derechos.	
Riesgo de contraparte: riesgo de que la contraparte en operaciones con instrumentos derivados pueda incurrir en incumplimiento. Se establecen dos sistemas de valoración: a precios de mercado, o por el sistema de riesgo original.		Riesgo de contraparte: para el cálculo del valor de la exposición a este tipo de riesgo se establecen varios sistemas de cómputo: método del riesgo original, método de valoración a precios de mercado, método estándar, y el de los modelos internos.	
Riesgo de tipo de cambio y posiciones en oro: no será inferior a la suma del 8% de la posición en divisas global neta y del 8% de su posición neta en oro. No obstante, se podrá establecer un coeficiente inferior al 8% en determinados casos. Siempre que cumplan determinados requisitos, las entidades podrán utilizar modelos internos de gestión de riesgos para determinar el riesgo de cambio y de la posición en oro.		Riesgo de tipo de cambio y posiciones en oro: según el método estándar, se calcularán multiplicando por el 8% la suma de las posiciones globales netas en divisas, oro y divisas instrumentales. Se establece un umbral mínimo, equivalente al 2% del total de los recursos propios computables, por debajo del cual dichos requerimientos son nulos. Se permite, para la totalidad o para un conjunto de posiciones en divisas, reemplazar el método estándar por modelos internos.	
Riesgos ligados a la cartera de valores de negociación: para el cálculo de las exigencias de recursos propios se atenderá tanto al riesgo de crédito como a los riesgos de mercado de las citadas carteras de negociación. El riesgo de las posiciones se compondrá de un riesgo general y de un riesgo específico. Se establecen umbrales por debajo de los cuales no será de aplicación. Si se cumplen determinados requisitos, se podrán utilizar modelos internos de gestión de riesgos para determinar el riesgo de precio de la cartera de negociación y el de las posiciones en mercaderías.		Riesgos ligados a la cartera de negociación: los requerimientos de recursos propios vendrán determinados por la suma de los requerimientos por riesgo de precio de posiciones en renta fija, en materias primas, de las posiciones en acciones y participaciones, incluidas las participaciones en IIC, por riesgo de crédito y contraparte ligados a la cartera de negociación; por riesgo de liquidación y entrega, y por riesgo de tipo de cambio y de las posiciones en oro. El riesgo de precio también se descompondrá en un riesgo general y en un riesgo específico. Si las entidades de crédito cuentan con un nivel de actividad significativo, podrían calcularlo mediante sus propios modelos internos de gestión de riesgos. Se mantienen los umbrales de exención por escasa actividad, con pequeñas variaciones.	

FUENTES: *Boletín Oficial del Estado* y Banco de España.

CBE 5/1993, DE 26 DE MARZO		CBE 3/2008, DE 22 DE MAYO	
Coeficiente de solvencia (continuación)			
No se contempla.		Riesgo operacional es el riesgo de pérdidas debido a la inadecuación o el fallo de los procedimientos, el personal y los sistemas internos, o a acontecimientos externos, incluido el riesgo jurídico. Los métodos de cálculo de requerimientos de recursos propios por riesgo operacional son el método del indicador básico, el método estándar (y su variante, el método estándar alternativo) y los métodos avanzados basados en los sistemas de medición propios de cada entidad.	
Límites a los grandes riesgos: se considera un gran riesgo cuando su valor supere el 10% de los recursos propios de la entidad de crédito. El valor de todos los riesgos que una entidad de crédito contraiga con una sola persona, entidad o grupo económico ajeno no podrá exceder del 25% de sus recursos propios. El conjunto de los grandes riesgos no podrá superar el 800% de los recursos propios de la entidad de crédito.		Sin cambios significativos.	
Adopción de medidas para retomar al cumplimiento de las normas de solvencia: si presentan un déficit de recursos propios computables superior al 20% de los mínimos requeridos, se deberá destinar a reservas la totalidad de sus beneficios o excedentes netos. Si el déficit es igual o inferior al 20%, se someterá una propuesta de distribución de sus resultados a la autorización previa del Banco de España, que establecerá el porcentaje mínimo que se ha de destinar a reservas, que nunca podrá ser inferior al 50% de los beneficios.		Adopción de medidas para retomar al cumplimiento de las normas de solvencia: si el déficit de recursos propios computables es superior al 20%, o sus recursos propios básicos caen por debajo del 50% de dichos mínimos, se deberá destinar a reservas la totalidad de sus beneficios o excedentes netos, aunque se otorgan atribuciones al Banco de España para autorizar otra cosa en el caso de aprobar el programa de retorno al cumplimiento de los niveles exigibles presentado por la entidad. Si el déficit es igual o inferior al 20%, se someterá una propuesta de distribución de sus resultados a la autorización previa del Banco de España, que establecerá el porcentaje mínimo que se ha de destinar a reservas (desaparece el límite del 50% de los beneficios).	
Procedimientos de gobierno, estructura de organizativa, gestión de riesgos y control interno			
Las entidades deberán contar con un sistema de gestión de riesgos adecuado para el volumen de riesgos gestionados. En especial, deberán contar con un departamento o unidad de control de riesgo independiente de las unidades operativas, y contar con recursos humanos con un alto nivel de cualificación para la utilización de modelos de control de riesgos.		Estructura organizativa: deberán contar con una estructura organizativa adecuada a la naturaleza de sus actividades, con líneas de responsabilidad bien definidas, transparentes y coherentes; disponer de una función de auditoría interna que vele por el buen funcionamiento de los sistemas de información y control interno; contar con una unidad que desempeñe la función de cumplimiento normativo; contar con mecanismos adecuados de control interno, incluidos procedimientos administrativos y contables igualmente adecuados.	
No se contempla.		Evaluación del riesgo de tipo de interés del balance: establecimiento de procedimientos específicos para su evaluación y gestión. Las entidades, entre otros aspectos, deberán analizar el efecto que el riesgo de tipo de interés puede tener sobre su solvencia y estabilidad futuras cuando el impacto potencial de ese riesgo sea negativo y sobrepase ciertos umbrales.	
No se contempla.		Proceso de autoevaluación del capital interno: dispondrán específicamente de estrategias y procedimientos sólidos, eficaces y exhaustivos a fin de evaluar y mantener de forma permanente los importes, los tipos y la distribución del capital interno y de los recursos propios que consideren adecuados para cubrir la naturaleza y el nivel de los riesgos a los cuales estén o puedan estar expuestos. Se remitirá al Banco de España un informe anual de autoevaluación del capital.	
No se contempla.		Revisión y evaluación por el Banco de España: cuando resulte que una entidad, grupo o subgrupo de entidades de crédito no disponga de procedimientos adecuados de gobierno corporativo interno o resulte inadecuado su proceso de autoevaluación del capital, la entidad obligada elaborará un programa de cumplimiento y adecuación del capital, que presentará para su aprobación al Banco de España.	
Divulgación de información			
No se contempla.		Obligación de publicar el documento «información con relevancia prudencial». Se determinan los contenidos mínimos de dicho documento con el fin de que sea comparable entre entidades, y se establecen los principios sobre los que debería fundamentarse la política de divulgación de la información de la entidad. Dicho documento deberá hacerse público, al menos con periodicidad anual, al tiempo de la publicación de las cuentas anuales. No obstante, según el caso, el Banco de España podrá exigir una frecuencia mayor, así como establecer plazos para su divulgación. También las propias entidades podrán aumentar la frecuencia de dicha publicación si lo consideran oportuno a la vista de las características de su negocio. La información que se debe divulgar en dichos documentos se centra en aspectos clave de su perfil de negocio, exposición al riesgo y formas de gestión del mismo. En especial, deben reseñar los objetivos de gestión del riesgo, las estrategias y procesos de la entidad para gestionar los riesgos, el alcance y naturaleza de los sistemas de medición y de información de los riesgos, y las políticas de cobertura y reducción del riesgo.	

FUENTES: *Boletín Oficial del Estado* y Banco de España.

Además de cumplir los límites a los grandes riesgos, se introducen como novedad las *obligaciones sobre gobierno corporativo interno, autoevaluación del capital y medición del riesgo de tipo de interés, y las obligaciones de información al mercado* previstas en la norma.

Por otro lado, la Circular incorpora el cumplimiento de los requerimientos a nivel consolidado y a nivel individual, tanto para las entidades matrices como para las filiales españolas. No obstante, se prevé la posibilidad de que el Banco de España pueda eximir las de esta obligación, mediante solicitud suscrita conjuntamente por la propia filial y su matriz, si se cumple una serie de condiciones tendentes a garantizar una adecuada distribución de los recursos propios y riesgos dentro del grupo y la inexistencia de impedimento alguno a la transferencia de fondos propios o al reembolso de pasivos.

ELEMENTOS QUE COMPONEN LOS RECURSOS PROPIOS

Dentro de los elementos que componen los recursos propios de las entidades de crédito, la Circular, al igual que su antecesora, diferencia los recursos propios básicos de los de segunda categoría, e introduce como novedad los recursos propios auxiliares. Respecto a los primeros, integrados por el capital, las reservas efectivas, las participaciones preferentes y las acciones sin voto, existen escasas variaciones sobre la normativa anterior, salvo las limitaciones cuantitativas que se comentarán más adelante.

Los de segunda categoría están integrados por el resto de los elementos ya enunciados en la CBE 5/1993 y por los excesos sobre los límites establecidos para ciertos elementos computables como recursos propios básicos.

Los recursos propios auxiliares suponen una importante novedad en la regulación prudencial española, como definición alternativa de los recursos propios, para la cobertura exclusivamente del riesgo de precio y de cambio. Aparte de los excesos sobre los límites establecidos para la computabilidad como recursos propios de segunda categoría, dentro de este grupo, lo más significativo es la inclusión de un nuevo tipo de *financiaciones subordinadas a corto plazo* dentro de los recursos propios computables, para lo que tienen que cumplir, entre otras, las siguientes condiciones: su plazo original no será inferior a dos años, a contar desde su efectivo desembolso, y no podrán contener cláusulas de rescate, reembolso o amortización anticipada, sin perjuicio de que, previa autorización del Banco de España, el deudor pueda proceder al reembolso anticipado en cualquier momento, si con ello no se ve afectada la solvencia de la entidad.

Para el cálculo de los recursos propios computables del grupo o subgrupo consolidable, no existen diferencias significativas con respecto a la normativa anterior.

Dentro de las limitaciones en la computabilidad de los recursos propios, cabe reseñar algunas novedades en lo que afecta a los recursos propios básicos.

Así, se incluirán como tales las participaciones preferentes y las acciones sin voto, siempre que no excedan del 30% de los recursos propios básicos, salvo que cuenten con cláusulas que aseguren su convertibilidad en capital ordinario a corto o medio plazo, y en caso de saneamiento general de la entidad. Si las acciones sin voto incluyen incentivos a la amortización anticipada, pero cumplen determinadas condiciones⁷, dicho límite se rebaja al 15%.

La nueva Circular ha limitado el cómputo, como recursos propios del grupo, de las participaciones en filiales que representen los intereses minoritarios presentes en las mismas, siempre

7. Dichas condiciones son: disponibilidad para la cobertura de riesgos y pérdidas de la entidad emisora en caso de saneamiento general y en su liquidación; duración indeterminada, y no otorgar derechos acumulativos al cobro de dividendos.

que superen ciertos umbrales de significación y provengan de filiales sobrecapitalizadas individualmente. En concreto, de los recursos propios básicos se excluirá el importe excedente agregado de las participaciones representativas de intereses minoritarios correspondientes a acciones ordinarias en la parte que supere el 10% de los recursos propios básicos totales del grupo o subgrupo, especificando el modo de determinar dicho excedente.

Otra novedad es que, en cualquier caso, el capital ordinario, las reservas y los intereses minoritarios (deducidas las pérdidas y las acciones propias) deberán superar el 50% de los recursos propios básicos.

REQUERIMIENTOS DE RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS POR RIESGO DE CRÉDITO

Los requerimientos de recursos propios por riesgo de crédito se mantienen en el 8% de los activos ponderados por riesgo, incluidas las cuentas de orden que incorporen riesgo de crédito y no hayan sido deducidas de los recursos propios. Las mayores novedades de la Circular se derivan del desarrollo del Real Decreto 216/2008. En concreto, para calcular el riesgo de crédito se establece la opción para las entidades de elegir entre el método estándar o, si así lo autoriza el Banco de España, el método basado en calificaciones internas.

Para el método estándar⁸, la Circular determina las ponderaciones aplicables a las distintas exposiciones de riesgo, al mismo tiempo que fija los requisitos que deben cumplir las agencias de calificación externas.

Respecto a las ponderaciones de las distintas exposiciones de riesgo, se presentan ciertas novedades. Así, frente a administraciones públicas y bancos centrales del Espacio Económico Europeo se mantiene, con carácter general, la ponderación en el 0%, y se establece para el resto una ponderación del 100%, que puede modificarse en función de calificaciones externas. Se establecen dos nuevas categorías: las de *minoristas*, que recibirán una ponderación del 75%, y las de *empresas*, que será del 100% o la que tenga asignada la administración central de la jurisdicción en la que esta esté constituida, si fuera superior, que podrá ser sustituida por la que le corresponda a la empresa en caso de que se disponga de una calificación crediticia externa. Otras novedades son que las exposiciones de riesgo garantizadas con hipotecas sobre inmuebles residenciales recibirán una ponderación del 35%, siempre que cumplan ciertas condiciones; entre ellas, que el valor del préstamo no exceda del 80% del valor de la garantía. Si el valor del préstamo supera dicho porcentaje, sin exceder el 95% de la garantía, se ponderará al 100%. Lo que supere el 95% recibirá una ponderación del 150%⁹. También es novedosa la incorporación de exposiciones de riesgo garantizadas con hipotecas sobre inmuebles comerciales, que tienen una ponderación del 50% siempre que cumplan ciertas condiciones; entre ellas, que el valor del préstamo no exceda del 60% del valor de la garantía. Si el valor del préstamo supera dicho porcentaje, sin exceder el 80% de la garantía, se ponderará al 100%. Lo que supere este porcentaje recibirá una ponderación del 150%. Otras exposiciones reseñables son: las situaciones de mora (impagados más de 90 días), que recibirán una ponderación de hasta un 150%, al igual que las categorías regulatorias de alto riesgo¹⁰.

En cuanto a las agencias de calificación externa (ECAI¹¹), solo podrán ser utilizadas para la determinación de la ponderación de riesgo cuando hayan sido reconocidas por el Banco de España. El reconocimiento de una ECAI exigirá que su metodología de calificación cumpla los requisitos de objetividad, independencia, revisión continua de la metodología aplicada y trans-

8. Por el método estándar los requerimientos de recursos propios para cubrir el riesgo de crédito se determinan aplicando las ponderaciones correspondientes a las diferentes exposiciones de riesgo. 9. En la normativa anterior, los créditos con hipotecas sobre viviendas tenían una ponderación del 50% si el riesgo era inferior al 80% del valor de tasación del inmueble. El exceso computaba al 100%. 10. Como participaciones en entidades de capital riesgo y las exposiciones de renta variable que no tenga carácter de permanencia. 11. Del inglés «External Credit Assessment Institution».

parencia establecidos de forma detallada en la Circular. También es reseñable el reconocimiento de las calificaciones crediticias efectuadas por agencias de crédito a la exportación para determinar la ponderación de riesgo de una exposición frente a administraciones centrales o bancos centrales, cuando procedan de la Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación (CESCE) o cuando sean reconocidas por el Banco de España, siempre que cumplan determinadas condiciones.

Por otra parte, el segundo método basado en calificaciones internas (método IRB¹²) para el cálculo de sus exposiciones de riesgo queda supeditado a la autorización expresa del Banco de España. Asimismo, se podrá pedir autorización para usar estimaciones propias de pérdida en caso de incumplimiento (en adelante, LGD¹³) de los factores de conversión o de ambos. Las entidades de crédito que soliciten autorización para el uso del método IRB o de LGD deberán acreditar que, con anterioridad a la obtención de la autorización, han estado utilizando, durante al menos tres años, sistemas de calificación consistentes a efectos de medición y gestión interna del riesgo. Asimismo, se establece un conjunto de requisitos mínimos prudenciales y técnicos, relacionados fundamentalmente con la gestión de riesgos y la solidez de los controles internos de la entidad de crédito para la utilización del método IRB. Así, deberán disponer de unos sistemas internos de calificación adecuados para la medición de los riesgos de crédito y de dilución, en su caso, de sus exposiciones. Estos sistemas deberán incluir todos los métodos, procesos, controles, sistemas de recopilación de datos y de tecnología de la información necesarios para proporcionar una evaluación apropiada de las características de los deudores y de las operaciones, una diferenciación significativa de los riesgos a través de la asignación de las exposiciones a grados o a conjuntos de exposiciones, y una cuantificación razonablemente precisa y consistente de las estimaciones de incumplimiento y de las pérdidas para determinados tipos de exposición. Una vez obtenida la autorización para la utilización del método IRB, las entidades de crédito no volverán a aplicar el método estándar, salvo por motivos justificados y previa autorización del Banco de España.

Dentro del riesgo de crédito, la Circular recoge, como novedad, el tratamiento del *riesgo de dilución*, que consiste en el riesgo de que el importe de los derechos de cobro adquiridos por la entidad de crédito se vea reducido en favor del deudor por causas tales como las relaciones comerciales entre el deudor y el vendedor de los derechos. Para su cálculo, la Circular establece con detalle la estimación de los parámetros de riesgo y de las pérdidas esperadas. No obstante, estos cálculos no serán necesarios cuando la entidad de crédito tenga acción directa contra el vendedor de los referidos derechos en relación con la totalidad del riesgo de incumplimiento y del riesgo de dilución, o cuando dicho riesgo no sea significativo.

Otra novedad de la norma hace referencia a las técnicas admisibles para la reducción del riesgo de crédito, y los requisitos para su aplicación, que son de tres tipos: en primer lugar, coberturas basadas en garantías reales o instrumentos similares, que pueden ser acuerdos de compensación de operaciones de balance que representen derechos de crédito recíprocos que hayan suscrito con sus contrapartes, acuerdos marco de compensación relativos a operaciones con compromiso de recompra, operaciones de préstamo de valores o de materias primas u otras operaciones vinculadas al mercado de capitales y otros bienes o derechos utilizados como garantía real en los términos establecidos por la Circular; en segundo lugar, coberturas basadas en garantías personales, incluso las derivadas de seguros de crédito, que hayan sido otorgadas por ciertos proveedores de cobertura, siempre que estos sean suficientemente solventes; y, finalmente, los derivados de crédito, bien derivados simples (permutas de riesgo de crédito, permutas del rendimiento total y bonos vinculados a crédito), bien deri-

12. Del inglés «Internal Ratings-Based». 13. Del inglés «Loss Given Default».

vados sobre cestas. Además de lo anterior, la Circular permite combinaciones de las técnicas antes mencionadas (para lo cual las entidades deberán identificar qué parte de la exposición está cubierta por cada una de esas técnicas) y, como novedad, las coberturas imperfectas.

Dentro del riesgo de crédito, una novedad relevante introducida por la Circular es el tratamiento de los requerimientos de recursos propios por las exposiciones de *titulización*¹⁴, tanto para la entidad originaria como para la tenedora o cualquier otro participante en el proceso. El nuevo sistema es mucho más sensible al riesgo, estableciendo el criterio de que, a efectos del cálculo de recursos propios por estas operaciones, habrá de tenerse en cuenta si ha existido una transferencia significativa del riesgo de crédito, que se producirá cuando se haya transmitido a terceros una parte relevante de los tramos donde se concentra el riesgo de primeras pérdidas.

Las exposiciones de titulización se calcularán como la suma de los productos del valor de exposición de cada posición por su respectiva ponderación de riesgo. Para calcular el valor de exposición y la ponderación de riesgo de cada una de las posiciones mantenidas en la titulización, las entidades pueden utilizar el método estándar de titulización o el método IRB. También se permite utilizar ambos métodos para las diferentes exposiciones titulizadas que componen la cartera subyacente (carteras «mixtas»), siempre que la entidad cumpla determinadas condiciones.

REQUERIMIENTOS DE RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS POR RIESGO DE CRÉDITO DE CONTRAPARTE

La Circular, al igual que la CBE 5/1993, regula los requerimientos de recursos propios por riesgo de contraparte, que es el riesgo de que la contraparte en una operación con instrumentos derivados¹⁵ pueda incurrir en incumplimiento antes de la liquidación definitiva de los flujos de caja de esa operación. Para el cálculo del valor de la exposición al riesgo de contraparte se establecen varios sistemas de cómputo: método del riesgo original, método de valoración a precios de mercado, método estándar, y el de los modelos internos. Este último podrá usarse previa autorización del Banco de España. Una vez obtenida la autorización, no volverán a aplicarse ni el método estándar ni el método de valoración a precios de mercado, salvo por motivos justificados y previa autorización del Banco de España. Las entidades de crédito podrán utilizar técnicas de reducción del riesgo de contraparte, como los acuerdos de compensación contractual, los contratos bilaterales de novación entre una entidad de crédito y su contraparte, y los acuerdos de compensación contractual entre productos, siempre que cumplan una serie de requisitos establecidos en la norma. Las operaciones de compensación entre entidades que formen parte de un grupo no se tendrán en cuenta a efectos del cálculo de los requerimientos de recursos propios.

REQUERIMIENTOS DE RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS POR RIESGO DE TIPO DE CAMBIO

Al igual que en la normativa anterior, los requerimientos de recursos propios por riesgo de tipo de cambio se calcularán según el método estándar multiplicando por el 8% la suma de las posiciones globales netas en divisas, oro y divisas instrumentales, sin tener en cuenta su signo. No obstante, como novedad, se establece un umbral mínimo, equivalente al 2% del total de los recursos.

¹⁴. Según la Circular, la titulización es una operación o mecanismo financiero en virtud del cual el riesgo de crédito asociado a una exposición o conjunto de exposiciones se divide en dos o más tramos transmisibles independientemente, y que presenta las siguientes características: los pagos de la operación o del mecanismo dependen del rendimiento de la exposición o conjunto de exposiciones titulizadas, y la subordinación de los tramos determina la distribución de las pérdidas durante el período de validez de la operación o del mecanismo. Además de la titulización tradicional (que implica la transferencia económica de las exposiciones titulizadas), se contempla la titulización sintética (en la que la división del riesgo de crédito en tramos y su transmisión se llevan a cabo mediante la compra de protección crediticia sobre las exposiciones titulizadas) y la titulización multicedente (en la que existe más de una entidad originadora). ¹⁵. Aparte de los tipos de derivados (permutas, futuros y opciones), se incluyen las operaciones con compromiso de recompra, las operaciones de préstamo de valores o materias primas, las operaciones con liquidación diferida y las operaciones de financiación de las garantías.

El cálculo de los requerimientos de recursos propios por riesgo de tipo de cambio se llevará a cabo mediante el método estándar, si bien, para la totalidad o para un conjunto de posiciones en divisas, podrá reemplazarse dicho método por modelos internos, previa autorización del Banco de España.

REQUERIMIENTOS DE RECURSOS
PROPIOS POR RIESGOS DE LA
CARTERA DE NEGOCIACIÓN

No existen grandes novedades en relación con la normativa anterior. La cartera de negociación estará integrada por todas las posiciones en instrumentos financieros y materias primas que la entidad de crédito mantenga con intención de negociación o que sirvan de cobertura a otros elementos de esa cartera. Como novedad, también podrán incluirse en la cartera de negociación las coberturas internas, que compensan de una manera significativa el riesgo de una posición o de un conjunto de posiciones no incluido en la cartera de negociación. Las posiciones resultantes de las coberturas internas pueden formar parte de la cartera de negociación, siempre que cumplan determinados requisitos.

Los requerimientos de recursos propios de la cartera de negociación vendrán determinados por la suma de los siguientes requerimientos: por riesgo de precio de las posiciones en renta fija, incluidos los instrumentos convertibles; por riesgo de precio de las posiciones en acciones y participaciones; por riesgo de precio de las acciones o participaciones en instituciones de inversión colectiva; por riesgo de precio de las posiciones en materias primas; por riesgo de crédito y contraparte ligados a la cartera de negociación; por riesgo de liquidación y entrega, y por riesgo de tipo de cambio y de las posiciones en oro.

El riesgo de precio se descompondrá en un riesgo general, derivado de un cambio en el precio de los componentes de la cartera de negociación debido a movimientos generales en los mercados, y en un riesgo específico, derivado de un cambio en esos instrumentos debido a causas relativas al emisor del valor o al emisor del subyacente en el caso de instrumentos derivados. Para las posiciones en materias primas, se incluirán las tenencias de las mismas y los derivados que la tengan como subyacente, tales como los contratos de futuros financieros y los certificados de opción de compra (*warrants*), entre otros.

Al igual que en la normativa anterior, el tratamiento de este tipo de riesgos no será de aplicación cuando la cartera de negociación de las entidades de crédito sea inferior, en promedio, durante los seis meses inmediatamente anteriores, al menor de los siguientes importes: el 5% de su actividad total o 15 millones de euros, y no exceda en ningún momento durante ese período del 6% de su actividad total o de 20 millones de euros. Se añade, como novedad, que también pueden quedar exentas, si superan transitoriamente estos umbrales, siempre que en el período de observación de seis meses inmediatamente anterior a su solicitud no hayan superado, durante el 75% de los días, los umbrales del 5% de su actividad total o 15 millones de euros.

Otra de las novedades de la Circular es que las entidades de crédito que cuenten con un nivel de actividad significativo respecto a sus posiciones incluidas en la cartera de negociación, previa autorización del Banco de España, podrán calcular sus requerimientos de recursos propios por riesgo de precio, incluido el de las posiciones en materias primas, y por riesgo de tipo de cambio y de la posición en oro, mediante sus propios modelos internos de gestión de riesgos. Para ello, las entidades de crédito deberán contar, entre otras condiciones, con un sistema de gestión de riesgos adecuado para el volumen de riesgos gestionados, que sea conceptualmente válido y se aplique en su integridad.

REQUERIMIENTOS DE RECURSOS
PROPIOS POR RIESGO
OPERACIONAL

Conforme a lo establecido en la Directiva 2006/49/CE, e incorporado por la Ley 13/1985, de acuerdo con la redacción dada por la Ley 36/2007, la Circular introduce, como novedad, los requerimientos de recursos propios por riesgo operacional. Los métodos utilizables son el del

indicador básico¹⁶, el estándar¹⁷ y, en su caso, el método estándar alternativo¹⁸, y los métodos avanzados, basados en los sistemas de medición propios de cada entidad. La Circular recoge con detalle las características de cada uno de los sistemas y los requisitos que han de cumplir las entidades para obtener la autorización tanto para aplicar el método estándar alternativo como los métodos avanzados. También podrán utilizar una combinación de varios métodos en circunstancias excepcionales y transitorias, como puede ser la reciente adquisición de un nuevo negocio, pero siempre con la autorización del Banco de España.

LÍMITES A LOS GRANDES RIESGOS

Los límites a los grandes riesgos no introducen cambios significativos. Al igual que la normativa anterior, se consideran grandes riesgos cuando su valor supere el 10% de los recursos propios de la entidad de crédito. El valor de todos los riesgos que una entidad de crédito contraiga con una misma persona o grupo económico ajeno no podrá exceder del 25% de sus recursos propios. Si los riesgos se mantienen frente a las entidades no consolidadas del propio grupo económico, el límite a que se refiere el apartado anterior será del 20%. Finalmente, el conjunto de los grandes riesgos no podrá superar ocho veces sus recursos propios.

APLICACIÓN DE RESULTADOS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO DE LAS NORMAS DE SOLVENCIA

La Circular introduce algunas novedades sobre las medidas para retornar al cumplimiento de las normas de solvencia. Así, equipara una insuficiencia del 20% de los recursos propios mínimos a una insuficiencia del 50% de los recursos propios básicos, de forma que cuando una entidad de crédito o un grupo, o subgrupo, consolidable de entidades de crédito presenten un déficit de recursos propios computables superior al 20% de los mínimos requeridos, o sus recursos propios básicos caigan por debajo del 50% de dichos mínimos, la entidad individual o todas y cada una de las entidades del grupo o subgrupo consolidable deberán destinar a reservas la totalidad de sus beneficios o excedentes netos. No obstante, como novedad, y conforme establecía el Real Decreto 216/2008, se otorgan atribuciones al Banco de España para autorizar otra cosa en caso de aprobar el programa de retorno al cumplimiento de los niveles exigibles presentado por la entidad.

Cuando el déficit de recursos propios computables sobre los mínimos requeridos sea igual o inferior al 20%, la entidad individual o todas y cada una de las entidades del grupo o subgrupo consolidable someterán una propuesta de distribución de sus resultados y de los de cada una de las entidades pertenecientes al grupo o subgrupo consolidable a la autorización previa del Banco de España, que establecerá el porcentaje mínimo que se ha de destinar a reservas, atendiendo al programa presentado para retornar a los niveles exigibles. En este caso, y en relación con la normativa anterior, desaparece la limitación del 50% de los beneficios para destinar a reservas.

Las limitaciones al reparto de dividendos no alcanzarán a las filiales en las que las entidades incluidas en el grupo consolidable posean, al menos, el 80% (antes era el 90%) de los derechos de voto y del capital, siempre que, en el caso de entidades de crédito, satisfagan individualmente los requerimientos generales de recursos propios.

Finalmente, al igual que en la normativa anterior, cuando una de las entidades de crédito integradas en un grupo o subgrupo presente un déficit de recursos propios a nivel individual, sin

16. Los requerimientos de recursos propios por riesgo operacional vendrán determinados por la media del producto de los ingresos relevantes de la cuenta de pérdidas y ganancias de los tres últimos ejercicios financieros, cuando sean positivos, multiplicada por el coeficiente de ponderación del 15%. **17.** Los requerimientos de recursos propios vendrán determinados por la media simple de los tres últimos años de la agregación, para cada año, del valor máximo entre cero y la suma de los ingresos relevantes de cada una de las líneas de negocio definidas en la norma multiplicadas por sus correspondientes coeficientes de ponderación. **18.** Para las líneas de negocio de banca comercial y banca minorista. Es similar al estándar, pero se sustituyen los ingresos relevantes por los ingresos relevantes normalizados, que vendrán determinados por el producto de los saldos contables de los activos financieros asignados a la correspondiente línea de negocio por 0,035.

que lo presente el grupo o subgrupo consolidable al que pertenece, las limitaciones al reparto de dividendos se aplicarán únicamente a los resultados de esa entidad.

Conforme al pilar 2 de la Directiva 2006/48CE, que ha sido desarrollado parcialmente en la Ley 36/2007 y el en el Real Decreto 216/2008, y que tiene como objetivo el fomento de la gestión interna de los riesgos de las entidades, la Circular incorpora un gran conjunto de medidas orientadas a desarrollar y mejorar la gestión interna de sus riesgos. En la normativa anterior, si bien se exigía la existencia de sistemas control y de gestión de riesgos, no se desarrollaba de una manera tan exhaustiva y completa.

Así, de acuerdo con la Circular, tanto las entidades de crédito como los grupos y subgrupos consolidables de entidades de crédito dispondrán de sólidos procedimientos de gobierno interno y, en especial, de una estructura organizativa clara, con líneas de responsabilidad bien definidas, transparentes y coherentes; mecanismos adecuados de control interno, incluidos procedimientos administrativos y contables igualmente adecuados, y procedimientos eficaces de identificación, gestión, control e información de los riesgos a los que estén o puedan estar expuestos. El cumplimiento de tales obligaciones exigirá, como mínimo, la observancia de determinados requisitos, como la distribución de funciones, los criterios para la prevención de conflictos de intereses, la revisión periódica de las estrategias y políticas de asunción, gestión, control y reducción de los riesgos, y la disposición de sistemas adecuados de control interno en todas sus áreas de actividad, y de procedimientos de auditoría interna sólidos y adecuados, que garanticen que las políticas, procedimientos y sistemas establecidos para la evaluación, gestión e información de los riesgos se cumplen y resultan coherentes y apropiados.

Este nuevo sistema de gestión de riesgos incluye dos novedades reseñables: una evaluación expresa del *riesgo de tipo de interés del balance* y una *autoevaluación* de su capital.

Respecto al primero, las entidades deberán disponer de procedimientos específicos para la evaluación y gestión del riesgo derivado de posibles variaciones de los tipos de interés, que deberán ajustarse a determinadas reglas establecidas en la norma. Las entidades, entre otros aspectos, deberán analizar el efecto que el riesgo de tipo de interés puede tener sobre su solvencia y estabilidad futuras cuando el impacto potencial de ese riesgo sea negativo y sobrepase ciertos umbrales (reducción superior al 20% del valor económico de la entidad o de sus recursos propios o reducción superior al 50% del margen de intermediación sensible a los tipos de interés en el horizonte de un año).

Respecto al segundo, tanto las entidades de crédito como los grupos consolidables de entidades de crédito deberán llevar a cabo un proceso de autoevaluación de su capital. Dicho proceso incluirá un conjunto de estrategias y procedimientos exhaustivos que permitan evaluar y mantener de forma permanente los importes, los tipos y la distribución tanto de su capital interno como de los recursos propios que consideren adecuados para cubrir, según su naturaleza y nivel, todos los riesgos a los que estén o puedan estar expuestos. Para la medición de los mismos podrán utilizar metodologías propias o, alternativamente, los criterios que a estos efectos proporcione el Banco de España en la guía del proceso de autoevaluación del capital de las entidades de crédito. Dichas estrategias y procedimientos se resumirán en un informe anual de autoevaluación del capital, que se remitirá al Banco de España al tiempo de la declaración de recursos propios correspondiente al cierre del ejercicio.

Si una entidad, grupo o subgrupo de entidades de crédito no dispusiera de procedimientos adecuados de gobierno corporativo interno o resultara inadecuado su proceso de autoevalua-

ción del capital, queda obligada a elaborar un programa de cumplimiento y adecuación del capital, que presentará para su aprobación al Banco de España.

Finalmente, la Circular recoge la posibilidad de que las entidades de crédito puedan delegar en un tercero la prestación de servicios o el ejercicio de funciones propias de su actividad típica y habitual, siempre y cuando se cumpla una serie de condiciones. Así, la delegación no debe afectar a actividades reservadas (captación de depósitos del público o la concesión de crédito), ni implicar un vaciamiento de contenido de la actividad general de la entidad, una disminución del control interno o de las capacidades de supervisión del Banco de España.

OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN AL MERCADO

Conforme al pilar 3 de la Directiva 2006/48/CE, y desarrollado parcialmente por la Ley 36/2007 y el Real Decreto 216/2008, dedicado a normalizar y favorecer la divulgación al mercado de la información relevante, la Circular determina los contenidos mínimos del documento «Información con relevancia prudencial», con el fin de que sea comparable entre entidades, y establece los principios sobre los que debería fundamentarse la política de divulgación de la información de la entidad. Dicho documento deberá hacerse público, al menos con periodicidad anual, al tiempo de la publicación de las cuentas anuales. No obstante, según el caso, el Banco de España podrá exigir una frecuencia mayor, así como establecer plazos para su divulgación. También las propias entidades podrán aumentar la frecuencia de dicha publicación si lo consideran oportuno, a la vista de las características de su negocio.

La información que se debe divulgar en dicho documento se centra en aspectos clave de su perfil de negocio, exposición al riesgo y formas de gestión del mismo. En especial, deben reseñar los objetivos de gestión del riesgo, las estrategias y procesos de la entidad para gestionar los riesgos, el alcance y naturaleza de los sistemas de medición y de información de los riesgos, y las políticas de cobertura y reducción del riesgo, así como las estrategias y procesos para supervisar su eficacia de una manera continuada.

Por último, la Circular incorpora la información prudencial reservada que periódicamente deben rendir al Banco de España las entidades y grupos sujetos. Tal información es homogénea con la que se exigirá en el marco del mercado único, dado que responde a un proceso de convergencia entre los diferentes países de la Unión Europea.

Instituciones de inversión colectiva de carácter financiero: operaciones con instrumentos financieros derivados y otras cuestiones

La Orden Ministerial de 10 de junio de 1997¹⁹, sobre operaciones de las instituciones de inversión colectiva (en adelante, IIC) de carácter financiero en instrumentos financieros derivados, flexibilizó el marco de actuación de estas entidades con el fin de facilitar una gestión más eficiente de sus activos. Además, posibilitó, por vez primera, la utilización de instrumentos financieros derivados no negociados en mercados secundarios. Desde entonces, se ha actualizado su normativa a la luz del nuevo marco jurídico de estas instituciones²⁰, con el fin de ampliar su margen de actuación a través de este tipo de instrumentos financieros. En concreto, el Reglamento de la Ley 35/2003, de IIC, estableció las reglas para la inversión en este tipo de instrumentos, incluyó nuevos subyacentes entre los activos considerados aptos para la inversión y reconoció la posibilidad de compensar posiciones en derivados para el cómputo de los límites a la inversión en estos instrumentos. Además, habilitó al ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, a la CNMV para desarrollar esta normativa.

19. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1997», *Boletín Económico*, julio-agosto 1997, Banco de España, pp. 111-113. 20. Véase la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, desarrollada reglamentariamente por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, comentadas, respectivamente, en «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2003», *Boletín Económico*, enero 2004, Banco de España, pp. 82-85, y en «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005», *Boletín Económico*, enero 2006, Banco de España, pp. 124-129.

Haciendo uso de esta facultad, se ha publicado la *Orden EHA/888/2008, de 27 de marzo* (BOE de 2 de abril), sobre operaciones de las IIC de carácter financiero con instrumentos financieros derivados, por la que se aclaran determinados conceptos del Reglamento de la Ley 35/2003.

En términos generales, la Orden tiene un doble objetivo: por un lado, flexibilizar el marco de actuación de las IIC en instrumentos financieros derivados, introduciendo, entre otras modificaciones, una ampliación de los activos subyacentes que son considerados aptos para la inversión por parte de las IIC de carácter financiero y, por otro, actualizar determinadas definiciones conforme al derecho comunitario.

Dentro de su ámbito de aplicación, la Orden aclara que no será aplicable a las IIC de inversión libre, ya que el propio Reglamento las considera como instituciones con un régimen de actuación más flexible y a las que no se les aplican las normas generales sobre inversiones.

Asimismo, se determinan los instrumentos derivados que son aptos para la inversión, recogiendo, además, la finalidad para la que pueden ser utilizados: para asegurar una adecuada cobertura de los riesgos asumidos en toda o parte de la cartera, como inversión para una gestión más eficaz, o con vistas a la consecución de un objetivo concreto de rentabilidad. La Orden faculta a la CNMV para autorizar el uso de otros instrumentos financieros derivados diferentes, para lo que se atenderá a las características específicas del instrumento, su aplicación y utilización en los mercados financieros, así como a la incidencia sobre la política de gestión de riesgos e inversiones de las IIC. También se introducen requisitos adicionales cuando el subyacente consista en determinados activos (derivados cuyo activo subyacente consista en el riesgo de crédito, en un índice financiero, y en aquellos cuyo activo subyacente consiste en la volatilidad de otro activo), o cuando el instrumento no esté negociado en un mercado organizado.

Por otra parte, la norma establece límites generales para la utilización de instrumentos derivados por riesgo de mercado, por riesgo de contraparte y el modo de valorar sus posiciones. En el primer caso, la exposición total²¹ al riesgo de mercado asociada a instrumentos financieros derivados no podrá superar el patrimonio neto de las IIC. Respecto al segundo, las IIC deberán mantener una política razonable de diversificación del riesgo de contraparte en las operaciones con instrumentos financieros derivados no negociados en mercados o sistemas organizados de negociación, teniendo en cuenta las situaciones de concentración de riesgos que pudieran plantearse en el futuro. En cuanto a la valoración de las posiciones en instrumentos financieros derivados, las IIC deberán realizarlo diariamente a precios de mercado. Cuando no exista un mercado suficientemente líquido que permita valorarlo diariamente, la sociedad gestora o la SICAV, antes de realizar la operación, deberá someter a verificación por parte del depositario, en su caso, el método de valoración que haya decidido utilizar.

La Orden incluye una serie de obligaciones de control interno exigibles para operar con derivados, así como la información que ha de darse a la CNMV y a partícipes y accionistas sobre las operaciones realizadas.

En lo referente a la información a socios y partícipes, las IIC incluirán en sus informes (trimestrales, semestrales y anuales) una amplia información, ajustada a lo que establezca la CNMV, sobre las operaciones con derivados que se hayan realizado durante los períodos correspon-

21. Por exposición total al riesgo se entenderá cualquier obligación actual o potencial que sea consecuencia de la utilización de instrumentos financieros derivados, entre los que se incluirán las ventas al descubierto.

dientes, incluyendo, en todo caso, datos sobre los riesgos asumidos, las ganancias o pérdidas generados por dichas operaciones y su finalidad.

Por último, se especifican las previsiones que serán de aplicación a las IIC de carácter financiero que pretendan comercializar este tipo de productos en otros Estados miembros de la Unión Europea al amparo de la Directiva 85/611/CEE, del Consejo, de 20 de diciembre de 1985.

Respecto al segundo objetivo, la Orden incorpora a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva 2007/16/CE, de la Comisión, de 19 de marzo de 2007²², en especial, lo que atañe a los activos de las IIC aptos para la inversión recogidos en el Reglamento de la Ley 35/2003. Así, se clarifican las referencias relativas a los valores mobiliarios, a los instrumentos del mercado monetario, a las entidades sujetas a supervisión prudencial, a la operativa con instrumentos financieros, con la finalidad de gestionar más eficazmente la cartera, y a las IIC de carácter financiero que reproducen índices.

Finalmente, en la disposición adicional única de la Orden se habilita a la CNMV para que pueda establecer y modificar los registros que deben llevar, las normas contables y los modelos públicos y confidenciales a las que se deben ajustar los estados financieros periódicos, así como otra información estadística de las Sociedades Rectoras de los Mercados Oficiales de Futuros y Opciones.

**Sociedades y fondos
de inversión inmobiliaria:
información financiera**

Se ha publicado la *Circular 2/2008, de 26 de marzo* (BOE del 3 de mayo), de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica parcialmente la Circular 4/1994, de 14 de diciembre, sobre normas contables, obligaciones de información, determinación del valor liquidativo y coeficientes de inversión y operativos, y actuaciones en las tasaciones de inmuebles de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria. La Circular establece que las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (IIC) o las sociedades de inversión deberán remitir los informes de tasación, que ahora denomina «*Extracto de Informe de Tasación*», por vía telemática a través del nuevo Sistema CIFRADO/CNMV, aprobado por Acuerdo del Consejo de la CNMV de 15 de septiembre de 2006, eliminando la remisión de los certificados de tasación en soporte papel.

Además, la Circular solicita información adicional que se debe remitir a la CNMV, como la de los parámetros técnicos utilizados por la sociedad tasadora para el cálculo de los tipos de actualización adoptados para la actualización de flujos de caja de otros inmuebles en arrendamiento, la declaración expresa y razonada de la citada sociedad cuando exista levantamiento de condicionantes, o de la sociedad gestora cuando existan condicionantes y no se hubiesen podido levantar antes del envío del extracto de informe de tasación, o la de las fechas en las que se tasarán periódicamente los nuevos inmuebles (calendario de tasaciones).

Finalmente, la Circular establece determinada información concerniente a las valoraciones de inmuebles, con el fin de determinar el patrimonio de las IIC inmobiliarias o para enlazarla con la remitida por las IIC. Como novedad, cabe reseñar la información referente al porcentaje de obra ejecutada en los inmuebles en fase de construcción y al porcentaje de ocupación del inmueble, junto con la ya señalada en la Circular 4/1994, como el número secuencial

²² La Directiva pretende garantizar una aplicación uniforme del derecho comunitario en toda la Unión Europea y, de este modo, reducir la inseguridad jurídica de los intervinientes en el mercado, al clarificar con mayor detalle los activos que han de ser considerados aptos.

asignado al inmueble por la gestora o la sociedad de inversión, a efectos de su identificación en los estados de información reservada remitidos a la CNMV, así como las unidades funcionales, y la finalidad de la tasación.

La Circular entrará en vigor el próximo 30 de septiembre.

Medidas de impulso a la actividad económica

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 2/2008, de 21 de abril* (BOE del 22), de medidas de impulso a la actividad económica, para hacer frente a la desaceleración de la economía española. Las principales medidas adoptadas se reseñan a continuación.

MEDIDAS FISCALES

El Real Decreto Ley contiene una serie de medidas que afectan, entre otros, al Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (en adelante, IRPF), al Impuesto sobre Sociedades, al Impuesto sobre la Renta de no Residentes y, en el ámbito de la imposición indirecta, al IVA y al Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

En el ámbito del IRPF, se añade, con efectos desde el pasado 1 de enero, una nueva deducción de 400 euros para los perceptores de rendimientos del trabajo y de actividades económicas, siempre que no se superen determinados límites²³. Asimismo, se realizan determinados cambios que permiten diseñar reglamentariamente el nuevo procedimiento de cálculo del tipo de retención e ingreso a cuenta, con la finalidad de anticipar el impacto de dicha deducción al propio período impositivo 2008. Por último, se dispone que la nueva deducción no afecte a la determinación del rendimiento cedido del IRPF a las Comunidades Autónomas y a las Entidades Locales, asumiendo el Estado el coste total de la medida.

En lo referente al Impuesto sobre Sociedades, se arbitran medidas para compensar los efectos fiscales derivados de la aplicación del nuevo Plan General de Contabilidad (en adelante, PGC) regulado en el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre²⁴, y el PGC de Pequeñas y Medianas Empresas y los criterios contables específicos para microempresas, aprobado por el Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre²⁵. Al respecto, la Ley 16/2007, de 4 de julio²⁶, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable, establecía que para la elaboración de las cuentas anuales que correspondan al primer ejercicio que se inicie a partir del 1 de enero de 2008, las empresas debían elaborar un balance de apertura al comienzo de dicho ejercicio, que se realizaría con las nuevas normas contables, lo cual supondría realizar ajustes como consecuencia de la primera aplicación del PGC, cuya contrapartida, con carácter general, se debería registrar en cuentas de reservas. Tales ajustes influyen, en muchos casos, en la determinación de la base imponible del ejercicio 2008. Estos efectos fiscales tendrían aplicación práctica de forma inmediata, en particular en el momento de realizar los pagos fraccionados a cuenta de la liquidación correspondiente a los períodos impositivos que se inicien durante 2008. Para compensarlo, el Real Decreto Ley establece que el obligado tributario pueda optar por dos alternativas: bien utilizar como base de cálculo del pago fraccionado la cuota del período impositivo anterior, o bien tomar como referencia la parte de base imponible obtenida en los tres, nueve y once primeros meses de 2008, con la salvedad de no tener que incluir en dicho cálculo los efectos de los ajustes derivados de la primera aplicación del nuevo PGC.

²³. Dicho importe no podrá exceder del resultante de aplicar el tipo medio de gravamen a la suma de los rendimientos netos del trabajo y de actividades económicas minorados, respectivamente, por las reducciones establecidas en los artículos 20 y, en su caso, 32 de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio. ²⁴. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007», *Boletín Económico*, enero 2008, Banco de España, pp. 155-157. ²⁵. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007», *Boletín Económico*, enero 2008, Banco de España, pp. 157 y 158. ²⁶. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2007», *Boletín Económico*, octubre 2007, Banco de España, pp. 155-157.

En el Impuesto sobre la Renta de no Residentes se amplía el ámbito de las exenciones en relación con la deuda pública y otros instrumentos de renta fija para todos los no residentes, con independencia de su lugar de residencia.

En relación con el IVA, se modifica el concepto de obras de rehabilitación de edificaciones²⁷, ya que para el cálculo del 25% del precio de adquisición o del valor de mercado de la edificación se descontará la parte proporcional correspondiente al suelo. Adicionalmente, se incrementa el número de obras que reciben esta calificación y que, por tanto, se benefician de su ventajoso régimen fiscal, cuyo tipo impositivo es del 7%.

OTRAS MEDIDAS

Para favorecer la situación económica de las familias, se establece que, en las operaciones de ampliación del plazo de préstamos con garantía hipotecaria concedidos para la adquisición, construcción y rehabilitación de la vivienda habitual, los titulares del préstamo podrán disfrutar de la no sujeción de la cuota fija de la modalidad de actos jurídicos documentados, en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, al tiempo que podrá extenderse en papel común el otorgamiento de documentos notariales.

Asimismo, se introduce un mandato al Gobierno para que modifique, en la regulación reglamentaria del IRPF, el concepto de rehabilitación de vivienda²⁸ de forma similar al establecido en el IVA.

Por último, se aumenta la dotación máxima prevista en la Ley de Presupuestos Generales para 2008 para el otorgamiento de avales del Estado a bonos de titulización en el marco de la iniciativa FTPYME, se habilita al Gobierno para la aprobación de un plan extraordinario de medidas de orientación, formación profesional e inserción laboral, y se contemplan expresamente subvenciones para el proceso de búsqueda de empleo y para facilitar la movilidad geográfica, que se integrarán en el plan junto con las medidas de orientación, formación e inserción ya vigentes, que se verán reforzadas.

7.7.2008.

²⁷. Las obras de rehabilitación de edificaciones tienen por objeto principal la reconstrucción de las mismas mediante la consolidación y el tratamiento de las estructuras, fachadas o cubiertas y otras análogas, siempre que el coste global de las operaciones de rehabilitación exceda del 25% del valor de adquisición o, en su caso, del valor de mercado. ²⁸. Cuando tenga por objeto la reconstrucción de la misma mediante la consolidación y el tratamiento de las estructuras, fachadas o cubiertas y otras análogas.

INDICADORES ECONÓMICOS

ÍNDICE

Estos indicadores económicos están permanentemente actualizados en la página del Banco de España en la Red (<http://www.bde.es>). La fecha de actualización de los indicadores que tienen como fuente el Banco de España [los señalados con (BE) en este índice] se publica en un calendario que se difunde en la Red (<http://www.bde.es/estadis/cdoe/cero.htm>).

PRINCIPALES MACROMAGNITUDES

- 1.1 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100.
Componentes de la demanda. España y zona del euro 7*
- 1.2 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100.
Componentes de la demanda. España: detalle 8*
- 1.3 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100.
Ramas de actividad. España 9*
- 1.4 PIB. Deflatores implícitos. España 10*

ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 2.1 PIB a precios constantes. Comparación internacional 11*
- 2.2 Tasas de paro. Comparación internacional 12*
- 2.3 Precios de consumo. Comparación internacional 13*
- 2.4 Tipos de cambio bilaterales e índices del tipo de cambio efectivo nominal
y real del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés 14*
- 2.5 Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo
en mercados nacionales 15*
- 2.6 Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales 16*
- 2.7 Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no
energéticas. Precios del petróleo y del oro 17*

DEMANDA NACIONAL Y ACTIVIDAD

- 3.1 Indicadores de consumo privado. España y zona del euro 18*
- 3.2 Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción). España 19*
- 3.3 Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento.
España 20*
- 3.4 Índice de producción industrial. España y zona del euro 21*
- 3.5 Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona
del euro 22*
- 3.6 Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva.
España y zona del euro 23*
- 3.7 Diversas estadísticas de turismo y transporte. España 24*

MERCADO DE TRABAJO

- 4.1 Población activa. España 25*
- 4.2 Ocupados y asalariados. España y zona del euro 26*
- 4.3 Empleo por ramas de actividad. España 27*
- 4.4 Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España 28*
- 4.5 Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones.
España 29*
- 4.6 Convenios colectivos. España 30*
- 4.7 Encuesta trimestral de coste laboral 31*
- 4.8 Costes laborales unitarios. España y zona del euro 32*

PRECIOS	5.1	Índice de precios de consumo. España. Base 2006=100	33*
	5.2	Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 2005=100	34*
	5.3	Índice de precios industriales. España y zona del euro	35*
	5.4	Índices del valor unitario del comercio exterior de España	36*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1	Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España	37*
	6.2	Estado. Operaciones financieras. España ¹	38*
	6.3	Estado. Pasivos en circulación. España ¹	39*
BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	7.1	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente ¹ (BE)	40*
	7.2	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de la cuenta financiera (BE)	41*
	7.3	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones	42*
	7.4	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones	43*
	7.5	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Distribución geográfica del saldo comercial	44*
	7.6	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (BE)	45*
	7.7	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones ¹ (BE)	46*
	7.8	Activos de reserva de España ¹ (BE)	47*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (BE)	48*
MAGNITUDES FINANCIERAS	8.1	Balance del Eurosistema (A) y Balance del Banco de España (B). Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas (BE)	49*
	8.2	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	50*
	8.3	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	51*
	8.4	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	52*
	8.5	Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (BE)	53*
	8.6	Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	54*
	8.7	Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	55*
	8.8	Financiación neta a las Administraciones Públicas, residentes en España (BE)	56*
	8.9	Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades (BE)	57*
	8.10	Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España (BE)	58*

1. Normas especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).

TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS
DE CAMBIO

- 8.11 Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación 59*
- 8.12 Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro 60*
- 9.1 Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español (BE) 61*
- 9.2 Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo¹ (BE) 62*
- 9.3 Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002)¹ (BE) 63*
- 9.4 Índices de competitividad de España frente a la UE 27 y a la zona del euro 64*
- 9.5 Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados y a los países industrializados 65*

1. Normas especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).

1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España (e)	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
05	P	3,6	1,8	4,2	1,7	5,5	1,5	6,9	3,3	5,1	2,0	2,6	5,0	7,7	5,8	908	8 059
06	P	3,9	2,9	3,8	1,9	4,8	2,0	6,8	5,5	4,9	2,7	5,1	8,1	8,3	7,8	981	8 455
07	P	3,8	2,7	3,2	1,6	5,1	2,3	5,9	4,4	4,3	2,3	5,3	6,1	6,6	5,4	1 050	8 905
05 //	P	3,7	1,6	4,6	1,7	5,9	1,7	8,0	2,9	5,6	1,6	3,1	4,0	9,7	5,9	225	2 004
05 ///	P	3,4	1,9	4,0	2,1	5,1	1,7	6,3	4,1	4,7	1,9	3,7	6,0	8,0	5,8	229	2 026
05 IV	P	3,7	2,1	3,9	1,4	5,4	1,6	7,2	4,7	4,9	2,1	3,4	5,6	7,7	6,2	234	2 049
06 /	P	3,7	2,6	4,1	1,9	4,9	2,2	7,8	4,9	5,2	2,6	5,7	8,7	10,6	9,5	238	2 073
06 //	P	3,8	3,0	3,5	1,8	4,0	1,6	5,7	6,0	4,3	3,0	4,9	8,1	6,1	7,4	243	2 105
06 ///	P	3,9	2,9	3,7	1,7	4,8	1,7	6,8	5,2	4,9	2,9	4,2	6,6	7,5	7,2	247	2 126
06 IV	P	4,0	3,3	3,7	2,2	5,7	2,5	7,0	6,0	5,1	3,3	5,7	8,9	9,0	6,9	252	2 152
07 /	P	4,1	3,2	3,5	1,5	6,1	2,4	6,3	6,8	4,8	3,2	3,6	6,7	6,1	6,1	257	2 194
07 //	P	4,0	2,6	3,4	1,8	5,0	2,3	6,7	3,8	4,6	2,6	4,7	6,0	6,7	5,2	261	2 215
07 ///	P	3,8	2,7	3,1	1,8	5,1	2,5	5,8	3,8	4,2	2,7	7,7	7,2	8,4	6,1	264	2 240
07 IV	P	3,5	2,2	2,7	1,2	4,4	2,0	4,8	3,1	3,6	2,2	5,2	4,4	5,4	4,0	268	2 256
08 /	P	2,7	2,1	1,8	1,2	4,7	1,4	3,2	3,5	2,8	2,1	5,0	5,5	5,0	4,5	272	2 292

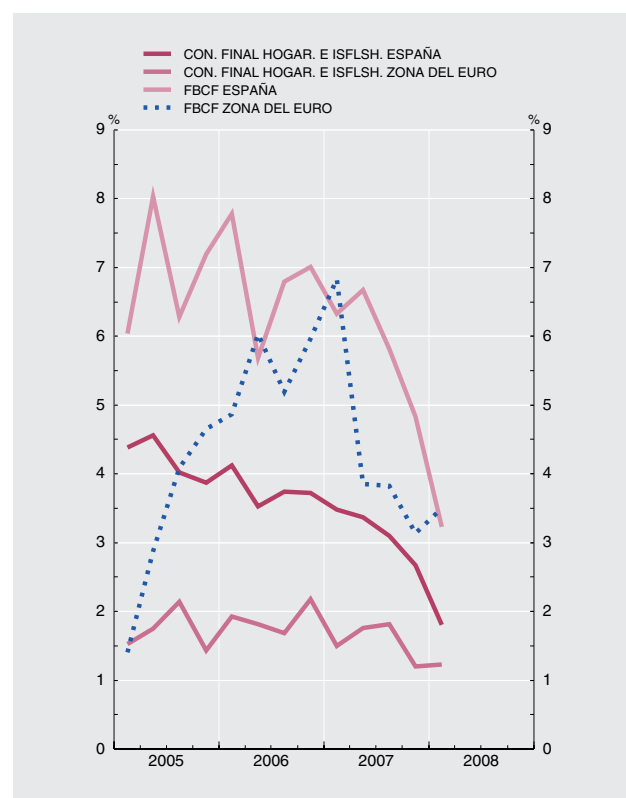
PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual



COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000) y Eurostat.

a. España: elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002); zona del euro: elaborado según el SEC95. b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios. c. Zona del euro, consumo privado.

d. Zona del euro, consumo público. e. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

f. Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, e incluyen los intercambios comerciales transfronterizos dentro de la zona del euro.

g. Miles de millones de euros.

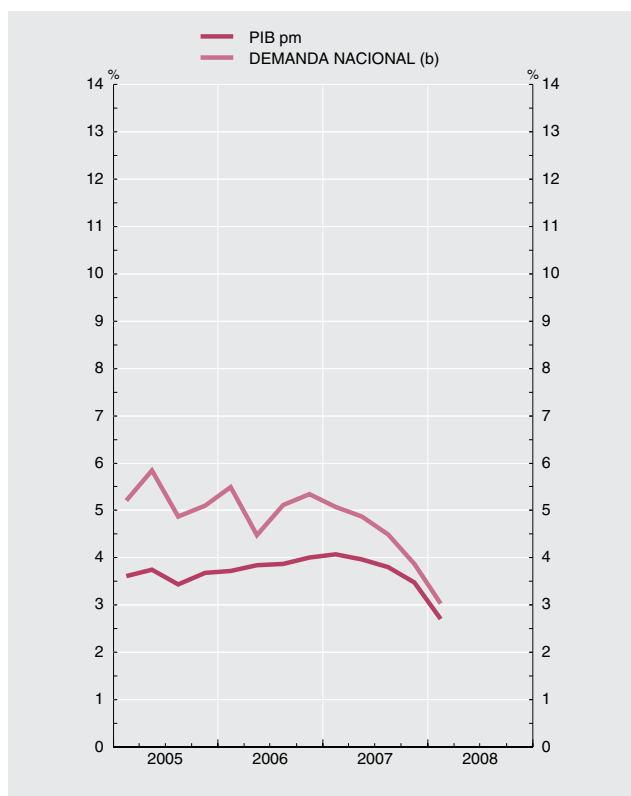
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

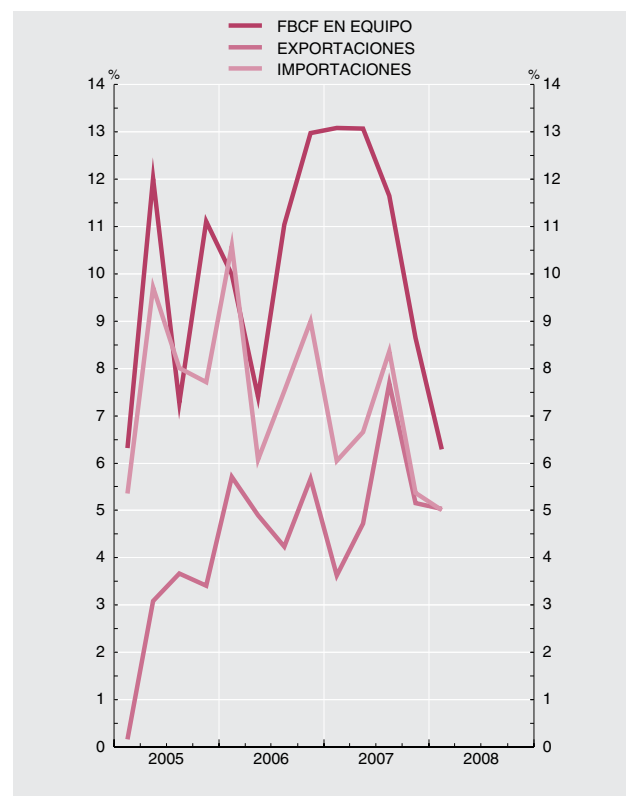
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo				Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Equipo	Construcción	Otros productos		Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demanda nacional (b) (c)	PIB
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
05	P	6,9	9,2	6,1	6,4	-0,1	2,6	1,1	2,3	9,7	7,7	7,1	20,6	8,2	5,3	3,6
06	P	6,8	10,4	6,0	4,6	0,1	5,1	4,6	1,5	11,0	8,3	8,0	6,0	10,0	5,1	3,9
07	P	5,9	11,6	4,0	4,2	0,0	5,3	4,7	-0,3	13,1	6,6	6,0	5,8	9,7	4,6	3,8
05 //	P	8,0	12,0	6,4	7,9	-0,1	3,1	1,8	1,7	10,5	9,7	10,4	24,9	3,5	5,8	3,7
05 ///	P	6,3	7,3	6,1	5,6	-0,1	3,7	1,8	3,2	12,6	8,0	6,2	19,0	14,5	4,9	3,4
05 IV	P	7,2	11,1	6,0	5,6	-0,1	3,4	2,7	2,3	7,4	7,7	6,8	15,7	10,3	5,1	3,7
06 /	P	7,8	10,0	7,1	7,1	-0,0	5,7	5,3	0,5	13,2	10,6	10,4	4,6	13,0	5,5	3,7
06 //	P	5,7	7,4	5,5	3,8	0,0	4,9	4,0	5,5	8,2	6,1	4,7	4,0	13,6	4,5	3,8
06 ///	P	6,8	11,0	5,9	3,7	0,1	4,2	4,6	0,6	6,6	7,5	8,0	11,4	4,5	5,1	3,9
06 IV	P	7,0	13,0	5,5	3,8	0,1	5,7	4,7	-0,5	16,2	9,0	9,1	4,2	9,4	5,3	4,0
07 /	P	6,3	13,1	4,9	1,9	0,1	3,6	3,4	1,3	6,9	6,1	5,9	6,7	6,7	5,1	4,1
07 //	P	6,7	13,1	4,6	4,7	0,0	4,7	4,7	-2,2	11,8	6,7	6,1	4,4	9,9	4,9	4,0
07 ///	P	5,8	11,6	3,8	4,3	0,0	7,7	6,2	-0,6	22,0	8,4	7,4	5,5	13,7	4,5	3,8
07 IV	P	4,8	8,6	2,9	6,1	0,1	5,2	4,6	0,3	11,7	5,4	4,7	6,5	8,5	3,9	3,5
08 /	P	3,2	6,3	1,3	5,2	0,1	5,0	5,1	0,4	9,2	5,0	5,9	1,8	1,2	3,0	2,7

PIB. DEMANDA INTERNA Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

c. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

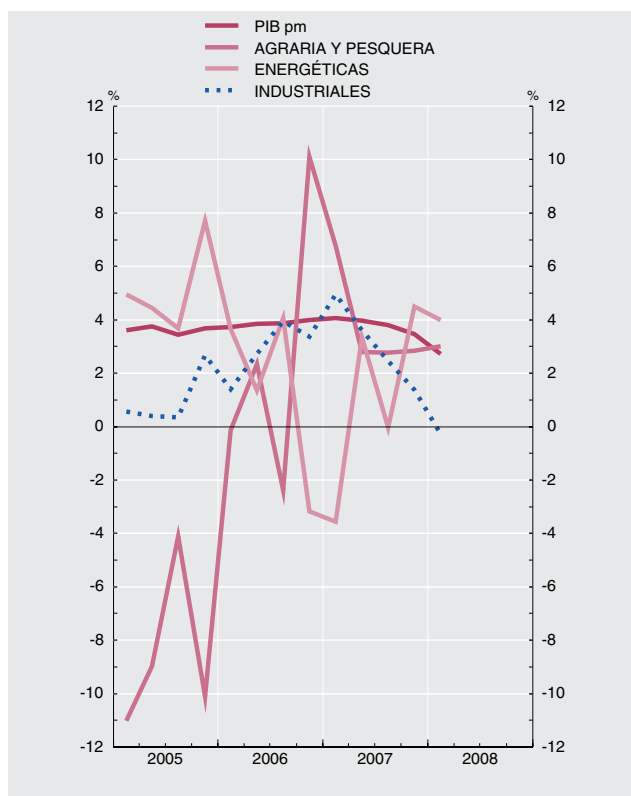
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

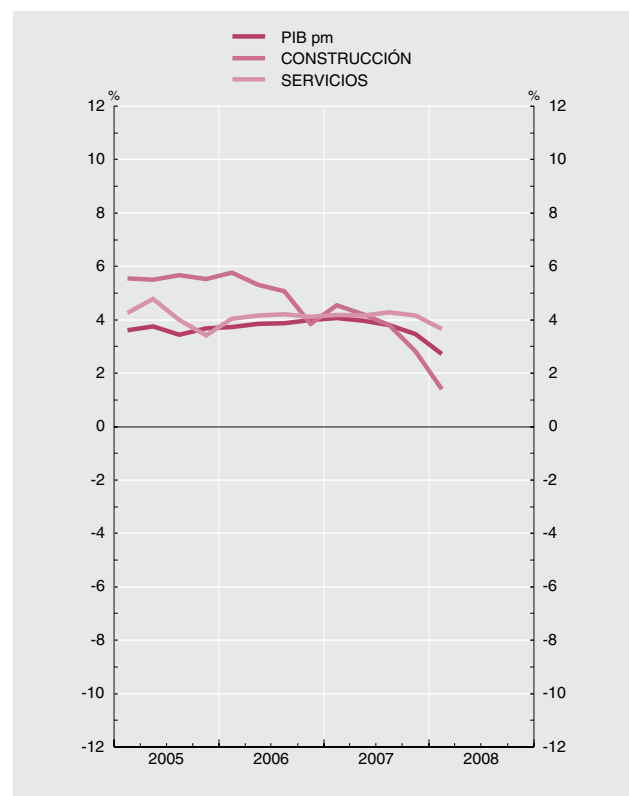
Tasas de variación interanual

		1	2	3	4	5	Ramas de los servicios			9	10	11
							Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado			
		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción				IVA que grava los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos
05	P	3,6	-8,6	5,2	1,0	5,6	4,1	4,1	3,9	5,5	4,9	7,3
06	P	3,9	2,4	1,4	2,9	5,0	4,1	4,1	4,3	4,3	5,9	2,3
07	P	3,8	3,8	1,0	3,1	3,8	4,2	4,0	5,0	3,4	0,0	3,7
05 //	P	3,7	-9,0	4,4	0,4	5,5	4,8	4,6	5,3	6,0	7,7	2,4
///	P	3,4	-4,1	3,7	0,4	5,7	4,0	4,3	2,7	5,4	4,9	3,4
IV	P	3,7	-10,1	7,7	2,7	5,5	3,4	3,5	3,3	4,3	8,4	14,9
06 /	P	3,7	-0,1	3,7	1,4	5,8	4,0	4,1	3,6	4,8	10,5	2,7
II	P	3,8	2,3	1,4	2,7	5,3	4,2	4,1	4,5	4,3	5,6	1,3
///	P	3,9	-2,4	4,1	4,0	5,1	4,2	4,3	3,8	4,1	5,1	-0,4
IV	P	4,0	10,1	-3,2	3,4	3,9	4,1	3,8	5,2	3,8	2,8	5,6
07 /	P	4,1	6,8	-3,6	5,0	4,5	4,2	4,1	4,3	4,1	-1,9	2,2
II	P	4,0	2,8	3,4	3,6	4,2	4,2	3,9	5,2	3,5	-2,0	3,9
///	P	3,8	2,8	-0,0	2,4	3,8	4,3	4,0	5,3	3,0	1,8	5,9
IV	P	3,5	2,9	4,5	1,4	2,8	4,2	3,9	5,0	2,8	2,3	2,9
08 /	P	2,7	3,0	4,0	-0,3	1,4	3,7	3,5	4,2	2,0	-0,8	2,2

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

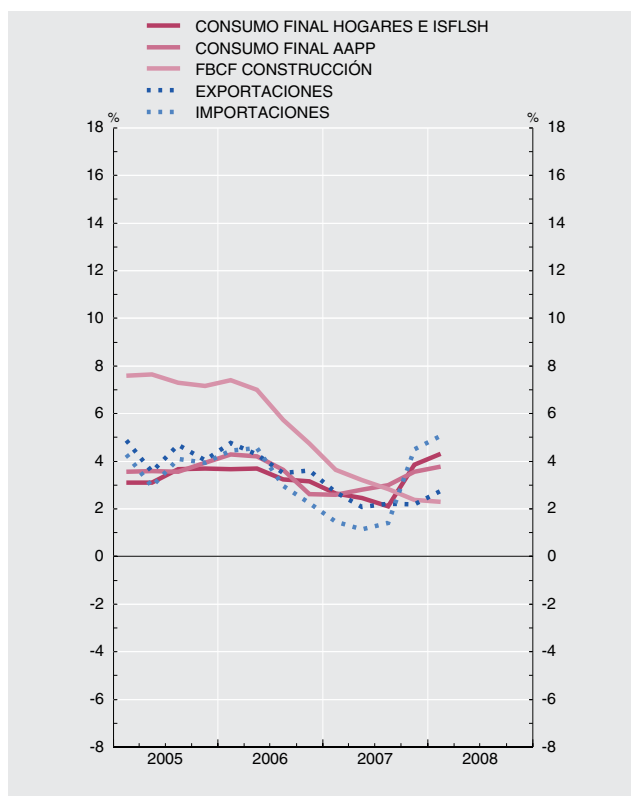
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda							Ramas de actividad						
		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consumo final de las AAPP	Formación bruta de capital fijo			Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas Energéticas	Ramas Industriales	Construcción	De los que	
				Bienes	Construcción	Otros productos								Ramas de los servicios	Servicios de mercado
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
05	P	3,4	3,7	3,0	7,4	4,4	4,3	3,8	4,2	3,4	14,3	3,4	10,7	2,7	2,4
06	P	3,4	3,7	2,0	6,2	3,7	4,0	3,5	4,0	-5,2	4,1	3,3	7,7	3,0	2,8
07	P	2,8	3,0	2,8	3,0	5,5	2,3	2,1	3,1	4,9	2,8	3,9	4,3	3,5	3,4
05 // III IV	P	3,1	3,6	3,6	7,7	4,8	3,6	2,9	4,2	-4,8	13,4	3,4	10,3	2,4	2,3
	P	3,7	3,6	2,7	7,3	4,2	4,7	4,1	4,3	7,5	17,1	3,2	11,1	3,0	2,5
	P	3,7	3,9	3,1	7,2	3,5	4,0	3,9	4,3	3,8	16,1	3,6	10,6	3,2	2,9
06 I // III IV	P	3,6	4,3	1,6	7,4	2,9	4,8	4,4	4,3	-8,0	11,7	3,2	9,2	2,8	2,5
	P	3,7	4,2	1,8	7,0	3,7	4,3	4,6	4,1	-6,7	5,4	3,3	8,8	3,0	2,8
	P	3,2	3,6	2,4	5,7	3,9	3,5	3,0	3,9	-1,2	2,2	3,6	7,3	3,3	3,3
	P	3,1	2,6	1,9	4,7	4,4	3,6	2,3	3,7	-4,7	-1,7	3,2	5,9	2,8	2,7
07 I // III IV	P	2,7	2,6	3,1	3,6	6,1	2,7	1,5	3,4	-1,9	-0,5	3,9	4,9	3,3	3,3
	P	2,5	2,8	3,0	3,2	5,4	2,1	1,1	3,2	4,8	1,1	3,6	4,2	3,5	3,5
	P	2,1	3,0	2,6	2,8	5,2	2,2	1,4	2,9	7,3	3,4	3,9	4,0	3,6	3,6
	P	3,9	3,6	2,6	2,4	5,3	2,2	4,5	2,9	9,4	7,0	4,2	4,0	3,5	3,3
08 I	P	4,3	3,8	2,4	2,3	4,9	2,8	5,1	3,1	7,9	9,5	4,9	3,9	4,3	4,4

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios.

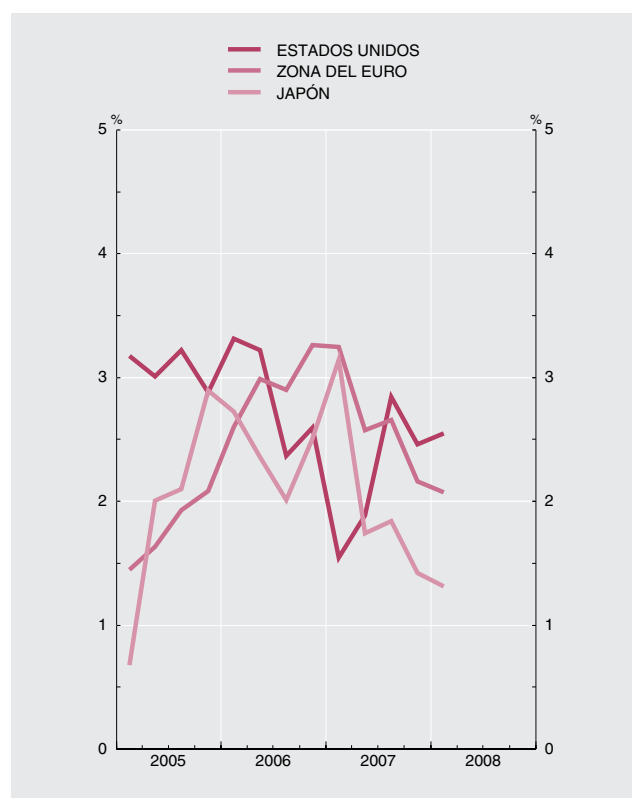
2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

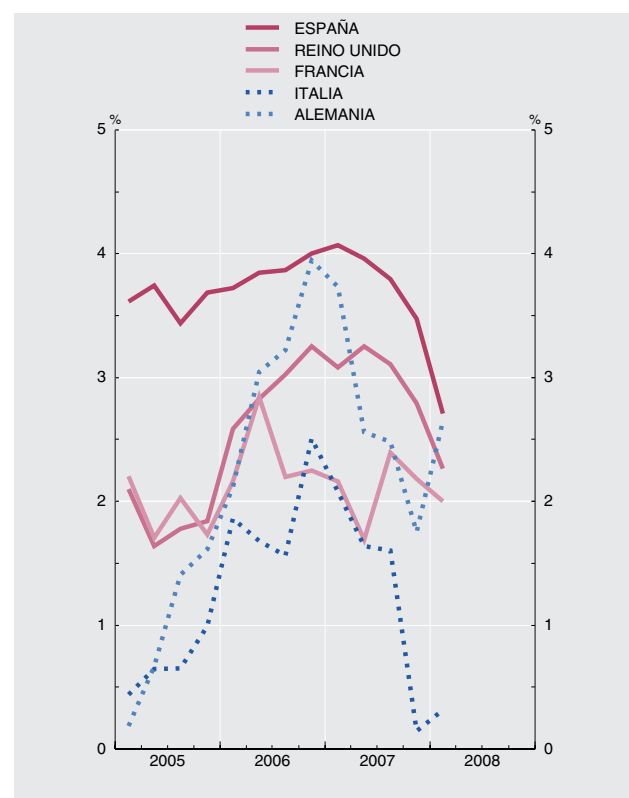
Tasas de variación interanual

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
05	2,7	1,8	1,8	1,0	3,6	3,1	1,9	0,7	1,9	1,8
06	3,2	3,0	2,9	3,1	3,9	2,9	2,4	1,9	2,4	2,9
07	2,7	2,7	2,7	2,6	3,8	2,2	2,1	1,4	2,0	3,1
05 /	2,4	1,6	1,4	0,2	3,6	3,2	2,2	0,4	0,7	2,1
II	2,5	1,7	1,6	0,7	3,7	3,0	1,7	0,6	2,0	1,6
III	2,8	2,0	1,9	1,4	3,4	3,2	2,0	0,7	2,1	1,8
IV	2,9	2,1	2,1	1,6	3,7	2,9	1,7	1,0	2,9	1,8
06 /	3,3	2,7	2,6	2,1	3,7	3,3	2,2	1,9	2,7	2,6
II	3,4	3,0	3,0	3,0	3,8	3,2	2,8	1,7	2,4	2,8
III	2,9	3,0	2,9	3,2	3,9	2,4	2,2	1,6	2,0	3,0
IV	3,1	3,3	3,3	3,9	4,0	2,6	2,2	2,5	2,5	3,2
07 /	2,7	3,2	3,2	3,7	4,1	1,5	2,2	2,1	3,1	3,1
II	2,5	2,6	2,6	2,6	4,0	1,9	1,7	1,6	1,7	3,3
III	3,0	2,7	2,7	2,5	3,8	2,8	2,4	1,6	1,8	3,1
IV	2,7	2,3	2,2	1,8	3,5	2,5	2,2	0,1	1,4	2,8
08 /	...	2,0	2,1	2,6	2,7	2,5	2,0	0,3	1,3	2,3

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

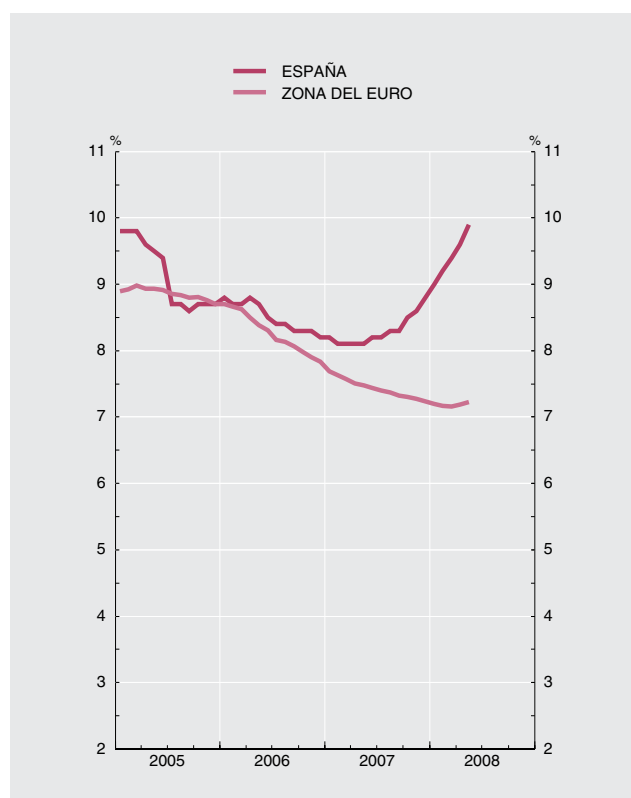
2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

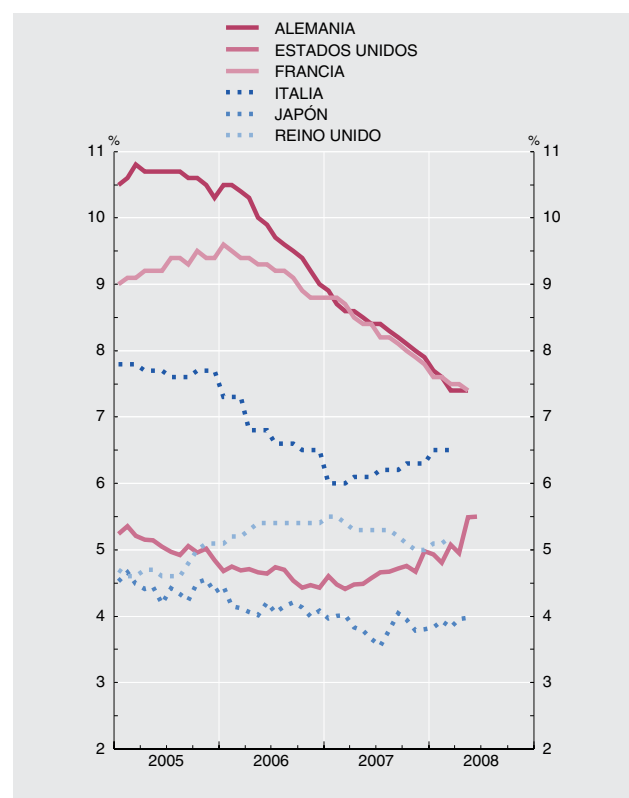
Porcentajes

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
05	6,7	8,1	8,9	10,6	9,2	5,1	9,3	7,7	4,4	4,8
06	6,1	7,7	8,3	9,8	8,5	4,6	9,2	6,8	4,1	5,3
07	5,6	7,0	7,4	8,4	8,3	4,6	8,3	6,2	3,8	5,3
06 Dic	5,8	7,3	7,8	9,0	8,2	4,4	8,8	6,5	4,1	5,4
07 Ene	5,8	7,3	7,7	8,9	8,2	4,6	8,8	6,0	4,0	5,5
Feb	5,7	7,2	7,6	8,7	8,1	4,5	8,8	6,0	4,0	5,5
Mar	5,7	7,1	7,6	8,6	8,1	4,4	8,7	6,0	4,0	5,4
Abr	5,6	7,1	7,5	8,6	8,1	4,5	8,5	6,1	3,8	5,3
May	5,6	7,0	7,5	8,5	8,1	4,5	8,4	6,1	3,8	5,3
Jun	5,6	7,0	7,4	8,4	8,2	4,6	8,4	6,1	3,7	5,3
Jul	5,6	7,0	7,4	8,4	8,2	4,7	8,2	6,2	3,6	5,3
Ago	5,6	6,9	7,4	8,3	8,3	4,7	8,2	6,2	3,8	5,3
Sep	5,6	6,9	7,3	8,2	8,3	4,7	8,1	6,2	4,0	5,2
Oct	5,6	6,9	7,3	8,1	8,5	4,8	8,0	6,3	4,0	5,1
Nov	5,5	6,8	7,3	8,0	8,6	4,7	7,9	6,3	3,8	5,0
Dic	5,6	6,8	7,2	7,9	8,8	5,0	7,8	6,3	3,8	5,0
08 Ene	5,5	...	7,2	7,7	9,0	4,9	7,6	6,5	3,8	5,1
Feb	5,5	...	7,2	7,6	9,2	4,8	7,6	6,5	3,9	5,1
Mar	5,6	...	7,2	7,4	9,4	5,1	7,5	6,5	3,8	5,2
Abr	5,6	...	7,2	7,4	9,6	5,0	7,5	...	4,0	...
May	5,7	...	7,2	7,4	9,9	5,5	7,4	...	4,0	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTES: BCE y OCDE.

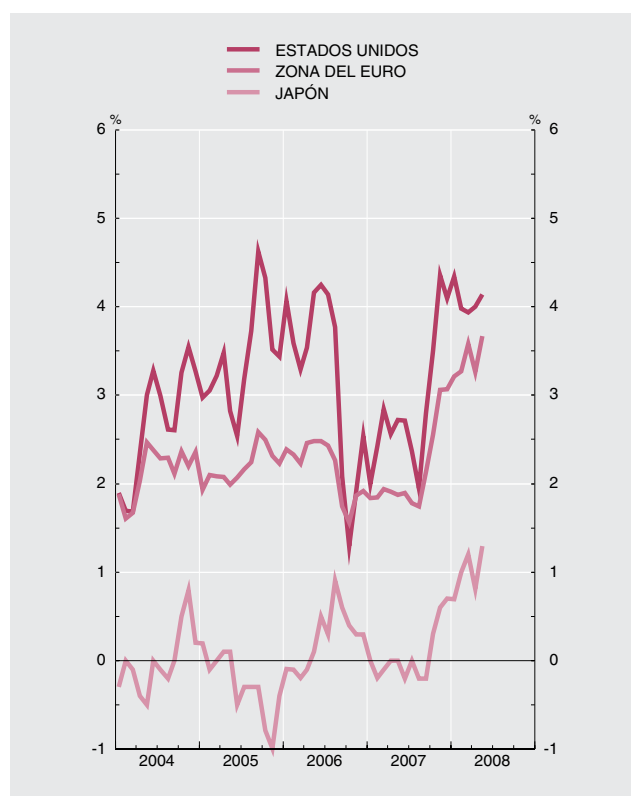
2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

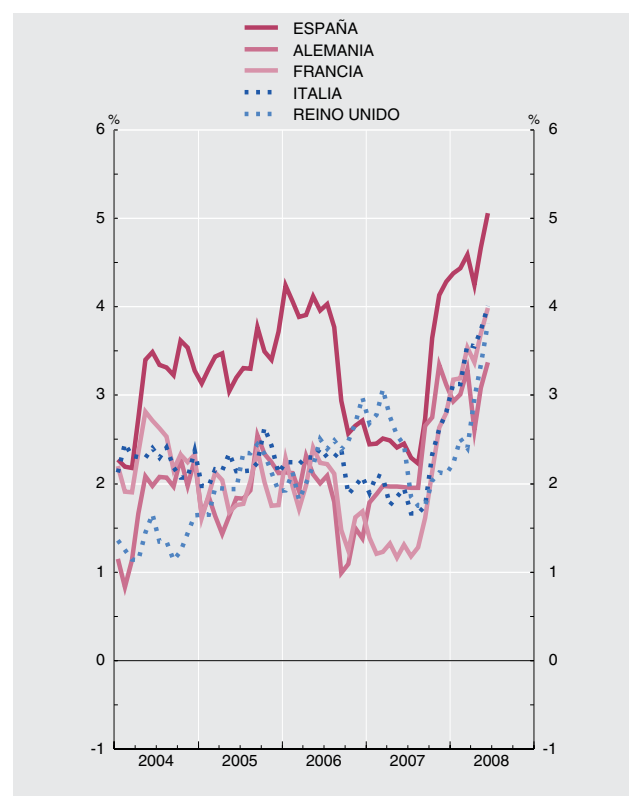
Tasas de variación interanual

	OCDE (Total)	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
04	2,4	2,0	2,1	1,8	3,1	2,7	2,3	2,3	-0,0	1,3
05	2,6	2,1	2,2	1,9	3,4	3,4	1,9	2,2	-0,3	2,1
06	2,6	2,2	2,2	1,8	3,6	3,2	1,9	2,2	0,2	2,3
07	2,5	...	2,1	2,3	2,8	2,9	1,6	2,0	0,1	2,3
07 Ene	2,1	...	1,8	1,8	2,4	2,0	1,4	1,9	-	2,7
Feb	2,3	...	1,8	1,9	2,5	2,4	1,2	2,1	-0,2	2,8
Mar	2,5	...	1,9	2,0	2,5	2,8	1,2	2,1	-0,1	3,1
Abr	2,4	...	1,9	2,0	2,5	2,6	1,3	1,8	-	2,8
May	2,4	...	1,9	2,0	2,4	2,7	1,2	1,9	-	2,5
Jun	2,3	...	1,9	2,0	2,5	2,7	1,3	1,9	-0,2	2,4
Jul	2,2	...	1,8	2,0	2,3	2,4	1,2	1,7	-	1,9
Ago	1,9	...	1,7	2,0	2,2	1,9	1,3	1,7	-0,2	1,7
Sep	2,3	...	2,1	2,7	2,7	2,8	1,6	1,7	-0,2	1,7
Oct	3,0	...	2,6	2,7	3,6	3,5	2,1	2,3	0,3	2,0
Nov	3,5	...	3,1	3,3	4,1	4,4	2,6	2,6	0,6	2,1
Dic	3,5	...	3,1	3,1	4,3	4,1	2,8	2,8	0,7	2,1
08 Ene	3,5	...	3,2	2,9	4,4	4,3	3,2	3,1	0,7	2,2
Feb	3,4	...	3,3	3,0	4,4	4,0	3,2	3,1	1,0	2,5
Mar	3,6	...	3,6	3,3	4,6	3,9	3,5	3,6	1,2	2,4
Abr	3,5	...	3,3	2,6	4,2	4,0	3,4	3,6	0,8	3,0
May	3,9	...	3,7	3,1	4,7	4,1	3,7	3,7	1,3	3,3
Jun	...	...	...	3,4	5,1	...	4,0	4,0	...	3,8

PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.15.

a. Índices armonizados de precios de consumo para los países de la UE.

2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

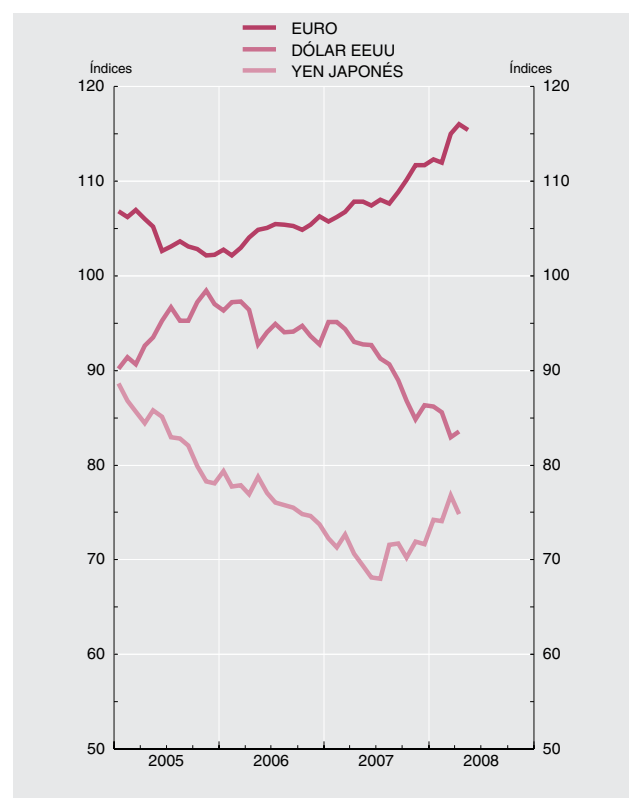
Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
05	1,2445	136,88	110,17	103,3	87,8	99,9	104,2	94,5	83,3	102,5	96,2	83,4
06	1,2561	146,09	116,32	103,7	86,8	93,9	104,6	94,8	76,5	103,0	96,3	77,2
07	1,3710	161,26	117,74	107,7	82,3	89,0	108,3	91,0	70,8	106,9	92,6	71,9
07 E-J	1,3295	159,64	120,08	106,3	85,2	88,6	107,0	93,8	70,7	105,5	94,8	71,8
08 E-J	1,5311	160,55	104,92	114,2	75,4	95,4	114,2	84,6	75,0	112,3	87,1	75,9
07 Abr	1,3516	160,68	118,88	107,2	84,4	88,8	107,8	93,0	70,6	106,3	94,2	71,7
May	1,3511	163,22	120,80	107,3	83,8	87,3	107,9	92,7	69,4	106,2	94,4	70,3
Jun	1,3419	164,55	122,63	106,9	83,6	86,1	107,4	92,7	68,1	105,9	94,3	69,3
Jul	1,3716	166,76	121,59	107,6	82,2	85,8	108,1	91,3	68,0	106,5	93,3	69,1
Ago	1,3622	159,05	116,75	107,1	81,9	89,9	107,7	90,7	71,6	106,4	92,2	72,8
Sep	1,3896	159,82	115,01	108,2	80,3	90,4	108,9	89,0	71,7	107,5	90,8	72,9
Oct	1,4227	164,95	115,94	109,4	78,3	88,4	110,1	86,8	70,2	108,7	89,1	71,4
Nov	1,4684	162,89	110,95	111,0	76,3	91,2	111,7	84,9	71,9	110,0	88,1	72,8
Dic	1,4570	163,55	112,26	111,2	77,9	90,8	111,7	86,4	71,6	110,1	88,8	72,8
08 Ene	1,4718	158,68	107,81	112,0	77,1	94,3	112,3	86,2	74,2	110,5	88,2	75,2
Feb	1,4748	157,97	107,12	111,8	76,7	94,7	112,0	85,6	74,1	110,5	87,9	75,3
Mar	1,5527	156,59	100,88	114,6	74,0	98,5	115,0	82,9	76,8	112,9	86,0	77,5
Abr	1,5751	161,56	102,58	116,0	74,4	96,5	116,1	83,5	74,8	114,2	86,4	75,5
May	1,5557	162,31	104,34	115,5	74,7	95,3	115,4	...	...	113,5	...	...
Jun	1,5553	166,26	106,91	115,4	75,5	93,1	...	...	...	...	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL CON PRECIOS DE CONSUMO FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



FUENTES: BCE y BE.

a. Media geométrica, calculada con el sistema de doble ponderación a partir del comercio de manufacturas de 1995 a 1997 (hasta 1999) y de 1999 a 2001 (a partir de 1999), de las variaciones de la cotización al contado de cada moneda respecto de las monedas que componen la agrupación.

La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente a la agrupación.

b. Resultado de multiplicar los precios relativos de cada área-país (relación entre el índice de precios del área-país y el de los países del grupo) por el tipo de cambio efectivo nominal. La caída del índice refleja una depreciación del tipo efectivo real y, por consiguiente, puede interpretarse como una mejora de la competitividad de dicha área-país.

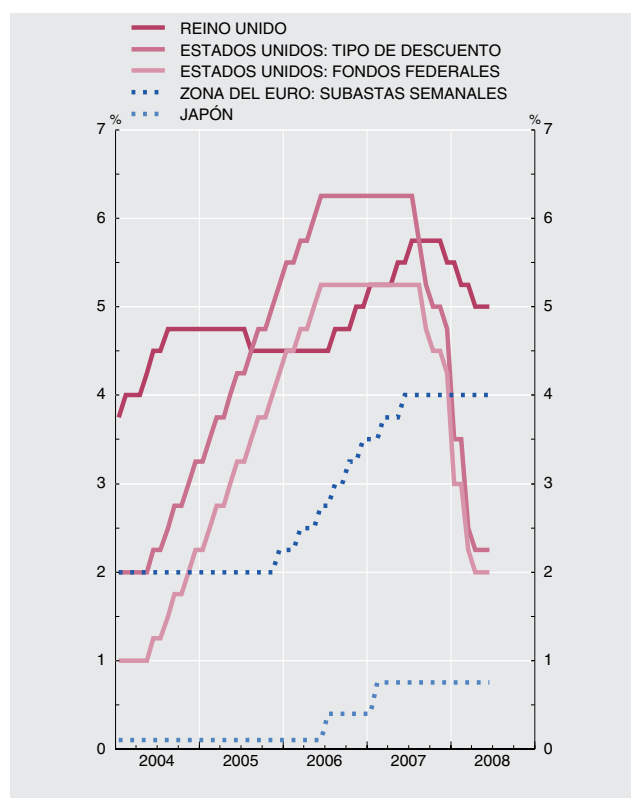
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS Bancos CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

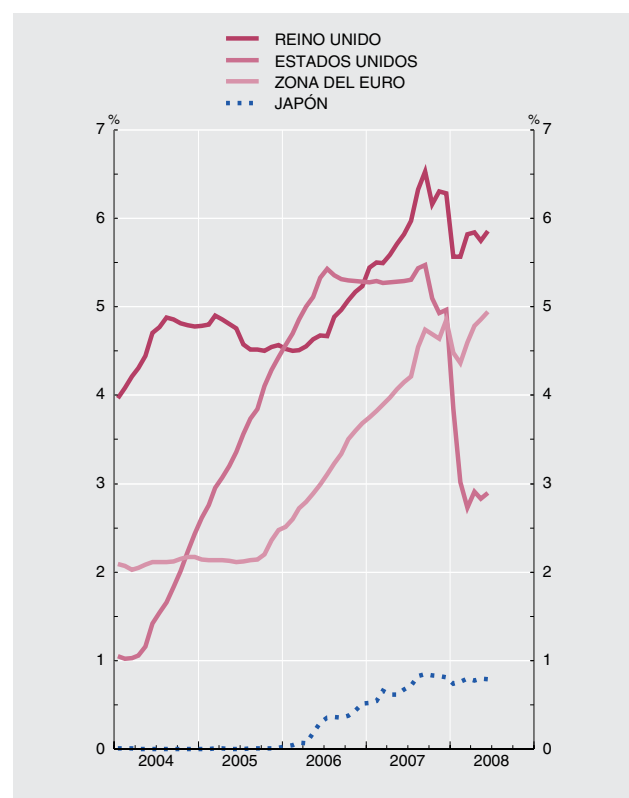
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
05	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
05	2,25	5,25	3,25	0,10	4,50	2,57	2,55	2,18	-	-	3,50	-	-	0,01	4,68
06	3,50	6,25	5,02	0,40	5,00	3,61	3,32	3,08	-	-	5,13	-	-	0,26	4,78
07	4,00	4,75	5,00	0,75	5,50	4,23	4,51	4,28	-	-	5,24	-	-	0,71	5,93
07 Ene	3,50	6,25	5,25	0,40	5,25	3,99	4,00	3,75	-	-	5,28	-	-	0,52	5,44
Feb	3,50	6,25	5,25	0,75	5,25	4,03	4,06	3,82	-	-	5,29	-	-	0,54	5,50
Mar	3,75	6,25	5,25	0,75	5,25	4,06	4,12	3,89	-	-	5,27	-	-	0,66	5,49
Abr	3,75	6,25	5,25	0,75	5,25	4,09	4,21	3,98	-	-	5,28	-	-	0,62	5,59
May	3,75	6,25	5,25	0,75	5,50	4,13	4,30	4,07	-	-	5,28	-	-	0,62	5,71
Jun	4,00	6,25	5,25	0,75	5,50	4,18	4,39	4,15	-	-	5,29	-	-	0,67	5,82
Jul	4,00	6,25	5,25	0,75	5,75	4,24	4,47	4,22	-	-	5,31	-	-	0,72	5,97
Ago	4,00	5,75	5,25	0,75	5,75	4,45	4,79	4,54	-	-	5,44	-	-	0,82	6,33
Sep	4,00	5,25	4,75	0,75	5,75	4,55	4,99	4,74	-	-	5,47	-	-	0,85	6,53
Oct	4,00	5,00	4,50	0,75	5,75	4,36	4,89	4,69	-	-	5,09	-	-	0,84	6,16
Nov	4,00	5,00	4,50	0,75	5,75	4,29	4,88	4,64	-	-	4,93	-	-	0,83	6,31
Dic	4,00	4,75	4,25	0,75	5,50	4,37	5,05	4,85	-	-	4,97	-	-	0,81	6,28
08 Ene	4,00	3,50	3,00	0,75	5,50	3,74	4,64	4,48	-	-	3,85	-	-	0,74	5,56
Feb	4,00	3,50	3,00	0,75	5,25	3,38	4,54	4,36	-	-	3,02	-	-	0,76	5,57
Mar	4,00	2,50	2,25	0,75	5,25	3,36	4,78	4,60	-	-	2,73	-	-	0,80	5,82
Abr	4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,49	4,93	4,78	-	-	2,91	-	-	0,77	5,84
May	4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,46	4,98	4,86	-	-	2,83	-	-	0,79	5,75
Jun	4,00	2,25	2,00	0,75	5,00	3,53	5,07	4,94	-	-	2,90	-	-	0,79	5,85

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

c. Tipos de interés de intervención (discount rate).

d. Oferta complementaria de liquidez (retail bank base rate).

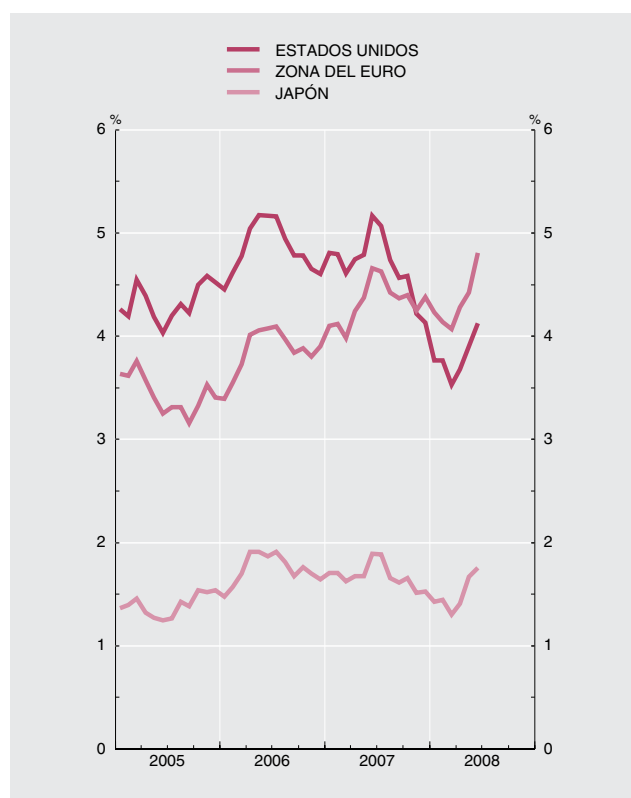
2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

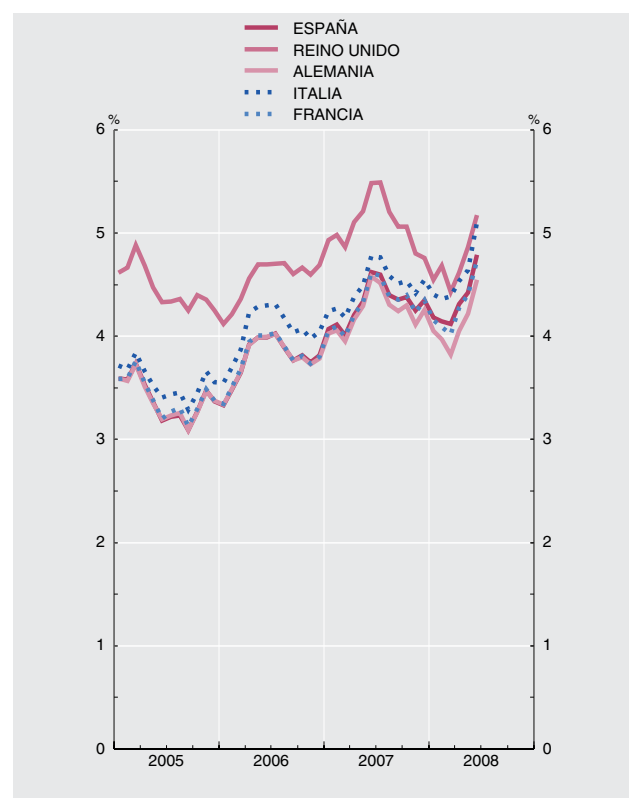
Porcentajes

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
05	3,58	3,59	3,44	3,38	3,39	4,33	3,41	3,56	1,39	4,47
06	3,99	3,95	3,86	3,78	3,79	4,85	3,80	4,05	1,75	4,55
07	4,12	4,44	4,33	4,23	4,31	4,68	4,30	4,48	1,68	5,08
07 Ene	4,08	4,22	4,10	4,03	4,07	4,81	4,06	4,24	1,71	4,93
Feb	4,08	4,25	4,12	4,05	4,11	4,79	4,10	4,27	1,71	4,98
Mar	3,96	4,15	3,98	3,95	4,01	4,61	3,99	4,18	1,62	4,86
Abr	4,11	4,36	4,25	4,16	4,21	4,75	4,21	4,38	1,68	5,10
May	4,18	4,48	4,37	4,29	4,34	4,79	4,33	4,49	1,68	5,21
Jun	4,49	4,77	4,66	4,58	4,62	5,17	4,62	4,78	1,89	5,49
Jul	4,44	4,74	4,63	4,52	4,60	5,07	4,58	4,76	1,89	5,49
Ago	4,18	4,53	4,43	4,31	4,40	4,74	4,39	4,58	1,65	5,20
Sep	4,08	4,46	4,37	4,24	4,35	4,56	4,36	4,51	1,61	5,06
Oct	4,11	4,50	4,40	4,30	4,38	4,58	4,40	4,53	1,66	5,06
Nov	3,87	4,33	4,25	4,11	4,25	4,22	4,23	4,42	1,51	4,80
Dic	3,87	4,43	4,38	4,25	4,35	4,13	4,35	4,55	1,53	4,76
08 Ene	3,63	4,24	4,23	4,05	4,18	3,76	4,16	4,41	1,43	4,55
Feb	3,63	4,21	4,14	3,97	4,14	3,76	4,09	4,36	1,45	4,68
Mar	3,46	4,13	4,07	3,82	4,12	3,53	4,02	4,39	1,31	4,43
Abr	3,63	4,33	4,28	4,05	4,31	3,68	4,27	4,54	1,41	4,62
May	3,82	4,48	4,42	4,22	4,42	3,90	4,40	4,64	1,67	4,86
Jun	4,07	4,83	4,81	4,55	4,79	4,13	4,73	5,11	1,75	5,17

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

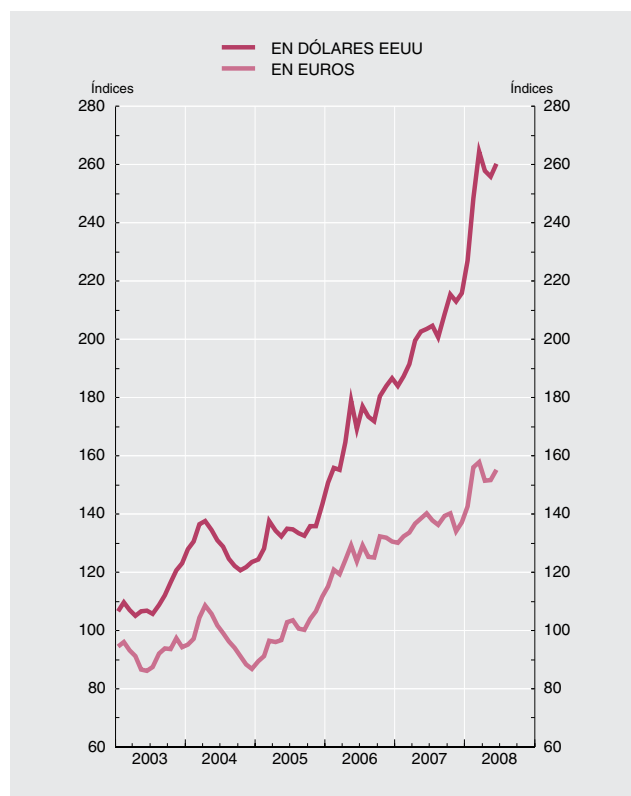
2.7. MERCADOS INTERNACIONALES.ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

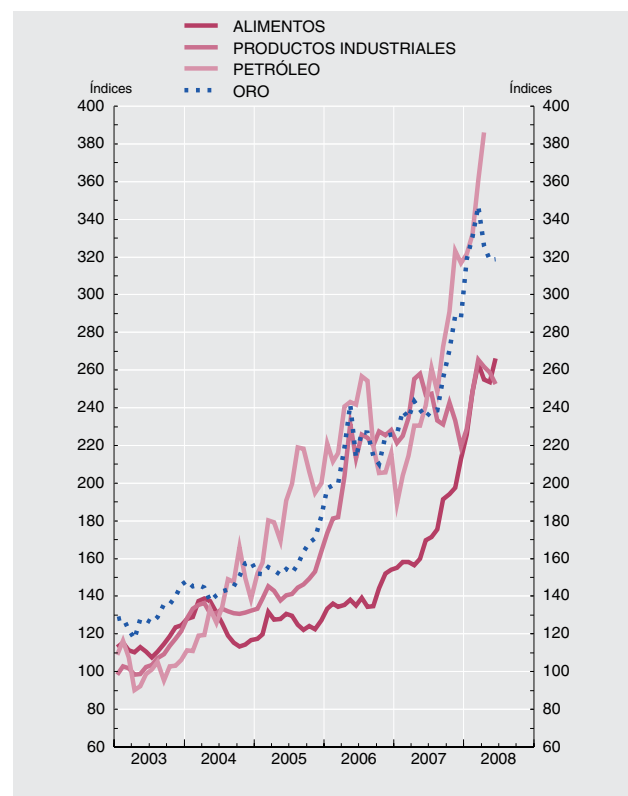
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
				Total	Agrícolas no alimenticios	Metales					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
03	92,2	110,7	114,4	106,2	118,7	95,5	102,3	28,9	130,3	363,6	10,33
04	97,4	128,3	125,5	132,2	131,5	130,7	133,8	38,3	146,7	409,2	10,58
05	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53
06	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45
07	136,4	202,3	175,1	237,4	162,4	278,4	252,1	73,0	249,8	696,7	16,32
07 E-J	135,2	194,8	159,6	240,3	157,3	285,7	218,4	63,5	236,1	658,6	15,93
08 E-J	152,5	252,3	252,0	252,7	193,5	285,1	...	109,4	326,7	911,4	19,15
07 May	138,5	202,7	159,9	258,0	160,0	311,4	230,6	67,4	239,0	666,9	15,87
Jun	140,1	203,5	169,8	247,0	163,7	292,4	241,5	71,8	235,0	655,5	15,70
Jul	137,8	204,6	171,5	247,4	161,9	294,0	260,9	77,9	238,4	665,0	15,59
Ago	136,3	200,6	175,4	233,2	160,4	273,0	248,4	71,6	238,5	665,4	15,70
Sep	139,3	208,7	191,4	231,0	162,1	268,7	272,4	78,2	255,5	712,9	16,47
Oct	140,1	215,3	194,2	242,7	168,4	283,3	291,0	82,5	270,5	754,6	17,05
Nov	134,1	213,1	197,5	233,3	175,7	264,7	323,3	93,0	289,0	806,2	17,65
Dic	137,1	215,7	212,8	219,5	176,1	243,2	316,7	91,2	287,9	803,2	17,77
08 Ene	142,7	227,1	225,7	228,8	181,9	254,6	321,7	92,4	318,9	889,6	19,42
Feb	156,1	248,4	248,4	248,5	190,4	280,3	332,0	95,8	330,6	922,3	20,11
Mar	157,9	264,3	263,4	265,5	193,7	304,9	360,7	104,3	347,1	968,4	20,06
Abr	151,5	257,9	254,8	261,9	191,4	300,4	386,2	108,7	326,1	909,7	18,57
May	151,7	255,9	253,7	258,7	199,3	291,2	...	123,0	318,6	888,7	18,39
Jun	155,2	260,3	266,2	252,6	204,1	279,2	...	132,0	318,8	889,5	18,39

ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS, PETRÓLEO Y ORO



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

a. Las ponderaciones están basadas en el valor de las importaciones mundiales de materias primas en el periodo 1999-2001.

b. Índice del promedio de los precios en dólares estadounidenses de distintos tipos de crudo, mediano, liviano y pesado.

c. Índice del fixing en dólares estadounidenses a las 15.30 h. en el mercado de Londres.

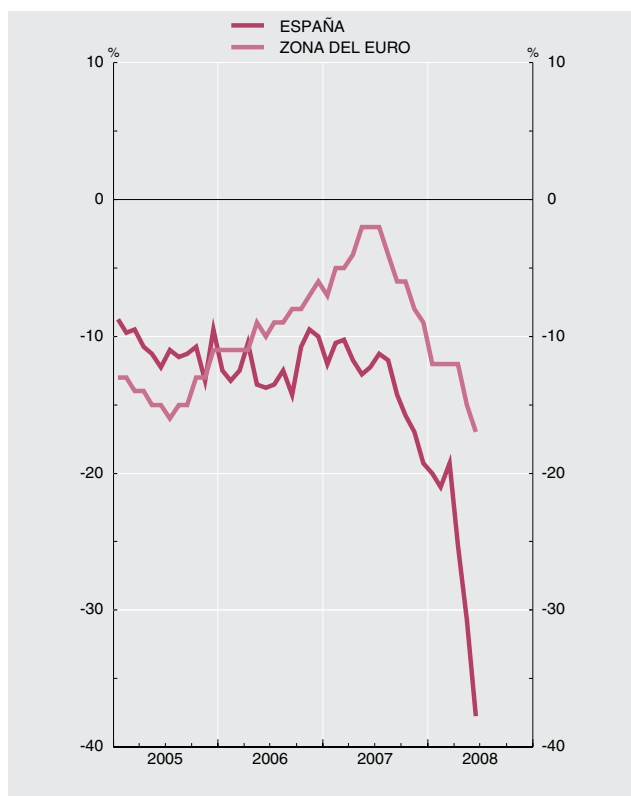
3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

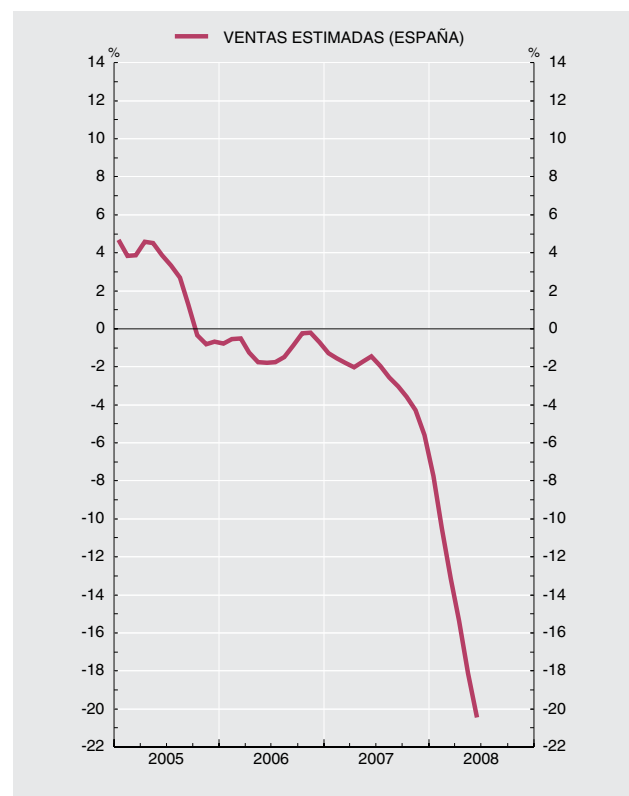
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Comercio al por menor: índice de ventas							
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		De las que		Pro memoria: zona del euro	Pro memoria: zona del euro	Índice general			Por tipo de producto (índices deflactados)		Pro memoria: zona del euro. Índice deflactado		
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista	Matriculaciones	Uso privado			Ventas estimadas	Matriculaciones	Nominal	Del cual			Alimentación (b)	Resto (c)
														Deflactado (a)	Grandes superficies (a)			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
05		-11	-7	-1	-5	-14	-8	1,4	1,9	2,1	0,9	4,4	1,3	3,2	0,1	2,1	1,3	
06		-12	-12	-3	-9	-9	1	-1,0	-0,8	-0,9	3,2	5,0	1,6	2,6	0,7	2,2	1,6	
07	P	-13	-12	-4	-13	-5	1	-1,6	-2,2	-1,2	-0,4	4,8	2,6	1,9	1,3	3,5	0,9	
07 E-J	P	-12	-10	-3	-11	-4	0	-0,8	-2,2	-1,6	-2,0	5,4	3,7	3,1	2,5	4,6	1,4	
08 E-J	A	-26	-25	-15	-24	-13	-2	-15,8	-19,0	-17,6	...	...	...	...	...	...	...
07 Jul	P	-11	-9	-2	-15	-2	3	-0,3	0,2	-0,0	3,0	4,8	3,5	1,3	0,5	5,4	1,4	
Ago	P	-12	-10	-2	-8	-4	4	-4,2	-3,7	-2,7	0,6	5,4	4,2	2,3	1,7	5,9	0,5	
Sep	P	-14	-14	-5	-18	-6	-3	-8,2	-7,3	-7,7	2,2	2,4	0,3	-1,6	-1,8	1,7	1,6	
Oct	P	-16	-16	-6	-14	-6	-2	1,8	1,3	3,4	0,8	6,6	3,1	2,9	2,9	3,2	0,6	
Nov	P	-17	-16	-7	-16	-8	2	-7,2	-6,6	-5,9	-3,8	4,7	0,4	1,5	-0,1	0,8	-0,7	
Dic	P	-19	-19	-10	-17	-9	1	1,0	1,9	6,3	4,0	2,1	-2,2	-1,7	-2,3	-2,1	-1,0	
08 Ene	A	-20	-20	-8	-13	-12	-3	-2,7	-7,0	-12,7	-1,4	2,8	-1,7	-1,7	-0,3	-2,4	0,6	
Feb	A	-21	-21	-12	-23	-12	1	1,2	-9,0	0,7	5,7	5,3	0,6	1,3	3,1	-1,1	-0,1	
Mar	A	-19	-17	-10	-26	-12	1	-27,9	-29,4	-28,2	-4,8	-4,5	-8,8	-7,8	-5,2	-11,3	-1,9	
Abr	A	-25	-23	-15	-34	-12	-5	1,5	-1,3	1,5	2,1	4,2	-0,4	-2,4	1,2	-1,4	-2,7	
May	A	-31	-31	-17	-23	-15	-1	-24,0	-28,1	-24,3	-10,0	-0,5	-5,3	-2,4	-0,3	-8,5	-0,2	
Jun	A	-38	-38	-25	-25	-17	-4	-30,5	-33,5	-30,8	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Comisión de la UE (European Economy. Supplement B), INE, DGT, ANFAC y BCE.

a. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC general. Desde enero de 2003, INE.

b. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC de alimentación y bebidas. Desde enero de 2003, INE.

c. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC general excepto alimentación, bebidas y tabaco. Desde enero de 2003, INE.

3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1. ^a	Previsión 2. ^a	Previsión 3. ^a
	1	2	3	4
02				
03		-2	-2	-6
04		-30	1	-2
05		-3	11	16
06		27	26	9
07		5	19	3
08		3	9	7
09		...	13	19
10				
11				
12				
13				
14				
15				
16				
17				
18				
19				
20				
21				
22				
23				
24				
25				
26				
27				
28				
29				
30				
31				
32				
33				
34				
35				
36				
37				
38				
39				
40				
41				
42				
43				
44				
45				
46				
47				
48				
49				
50				
51				
52				
53				
54				
55				
56				
57				
58				
59				
60				
61				
62				
63				
64				
65				
66				
67				
68				
69				
70				
71				
72				
73				
74				
75				
76				
77				
78				
79				
80				
81				
82				
83				
84				
85				
86				
87				
88				
89				
90				
91				
92				
93				
94				
95				
96				
97				
98				
99				
00				
01				
02				
03				
04				
05				
06				
07				
08				
09				
10				
11				
12				
13				
14				
15				
16				
17				
18				
19				
20				
21				
22				
23				
24				
25				
26				
27				
28				
29				
30				
31				
32				
33				
34				
35				
36				
37				
38				
39				
40				
41				
42				
43				
44				
45				
46				
47				
48				
49				
50				
51				
52				
53				
54				
55				
56				
57				
58				
59				
60				
61				
62				
63				
64				
65				
66				
67				
68				
69				
70				
71				
72				
73				
74				
75				
76				
77				
78				
79				
80				
81				
82				
83				
84				
85				
86				
87				
88				
89				
90				
91				
92				
93				
94				
95				
96				
97				
98				
99				
00				
01				
02				
03				
04				
05				
06				
07				
08				
09				
10				
11				
12				
13				
14				
15				
16				
17				
18				
19				
20				
21				
22				
23				
24				
25				
26				
27				
28				
29				
30				
31				
32				
33				
34				
35				
36				
37				
38				
39				
40				
41				
42				
43				
44				
45				
46				
47				
48				
49				
50				
51				
52				
53				
54				
55				
56				
57				
58				
59				
60				
61				
62				
63				
64				
65				
66				
67				
68				
69				
70				
71				
72				
73				
74				
75				
76				
77				
78				
79				
80				
81				
82				
83				
84				
85				
86				
87				
88				
89				
90				
91				
92				
93				
94				
95				
96				
97				
98				
99				
00				
01				
02				
03				
04				
05				
06				
07				
08				
09				
10				
11				
12				
13				
14				
15				
16				
17				
18				
19				
20				
21				
22				
23				
24				
25				
26				
27				
28				
29				
30				
31				
32				
33				
34				
35				
36				
37				
38				
39				
40				
41				
42				
43				
44				
45				
46				
47				
48				
49				
50				
51				
52				
53				
54				
55				
56				
57				
58				
59				
60				
61				
62				
63				
64				
65				
66				
67				
68				
69				
70				
71				
72				
73				
74				
75				
76				
77				
78				
79				
80				
81				
82				
83				
84				
85				
86				
87				
88				
89				
90				
91				
92				
93				
94				
95				
96				
97				
98				
99				
00				
01				
02				
03				
04				
05				
06				
07				
08				
09				
10				
11				
12				
13				
14				
15				
16				
17				</

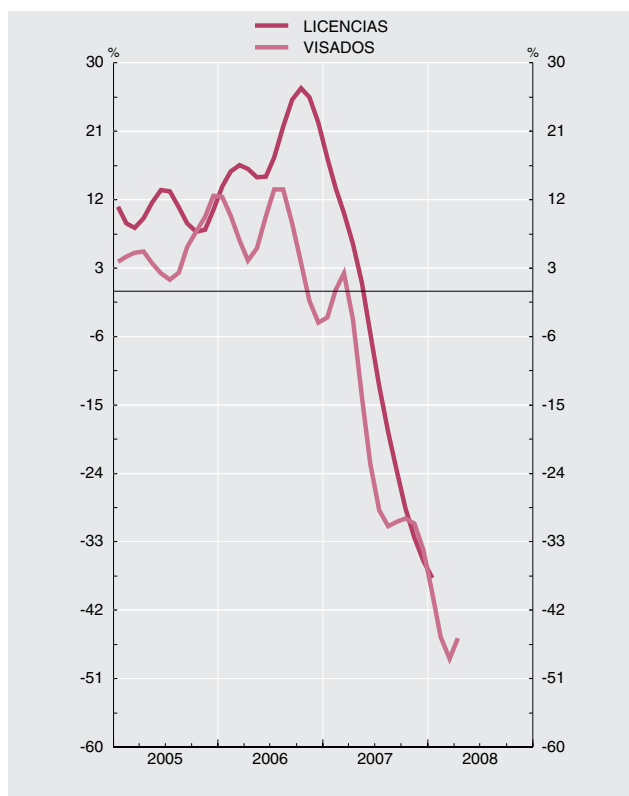
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

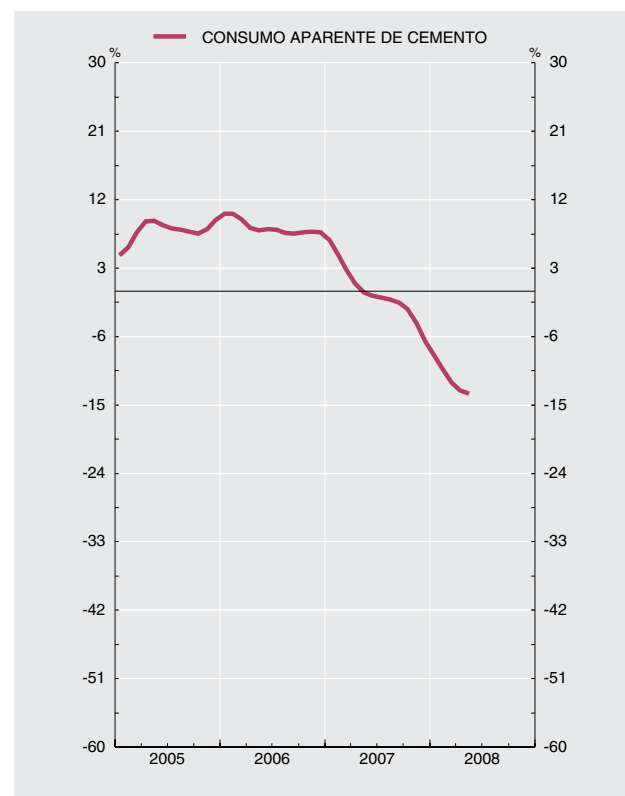
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)							Consumo aparente de cemento	
	Total	De la cual		No residencial	Total	Vivienda	Total		Edificación				Ingeniería civil		
		Residencial	Vivienda				En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual		No residencial			
										Residencial	Vivienda				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
05	7,7	8,4	8,6	4,4	5,3	4,8	18,5	18,5	40,4	14,7	30,2	51,1	10,7	7,3	
06	22,0	20,1	20,4	31,9	14,2	16,5	31,3	31,3	26,8	61,7	57,0	15,8	33,3	8,5	
07	-10,9	-13,1	-13,3	-0,5	-22,3	-25,2	-14,9	-14,9	-17,7	-46,5	-33,3	-5,0	-13,7	0,2	
07 E-M	13,2	14,2	14,4	9,0	1,4	0,7	2,8	2,8	4,0	-32,5	-8,1	22,3	2,3	3,2	
08 E-M	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-12,4
07 Feb	-2,5	-2,3	-1,8	-3,6	-5,4	-5,3	56,3	23,2	95,3	2,6	22,5	139,0	32,1	3,9	
Mar	24,2	18,7	19,3	47,9	23,8	27,8	2,2	14,9	9,8	-20,2	-24,2	27,7	-2,0	-0,6	
Abr	6,4	14,2	14,3	-18,4	8,4	5,7	-12,1	7,5	-24,2	74,1	44,4	-37,3	-5,9	2,8	
May	14,5	15,9	17,1	9,3	-19,0	-22,3	-9,4	2,8	-3,6	-46,5	-24,4	18,3	-11,5	-2,1	
Jun	-2,4	-2,3	-3,7	-3,0	-25,2	-28,2	18,1	5,3	-1,1	-54,2	-35,6	12,8	28,9	-4,1	
Jul	-18,0	-15,9	-15,1	-26,6	-33,9	-38,1	20,6	7,4	-30,2	-38,8	-52,4	-27,7	44,0	3,9	
Ago	-16,5	-16,2	-16,7	-17,9	-36,5	-40,3	-55,8	-3,5	-56,5	-76,8	-79,2	-48,3	-55,6	-2,2	
Sep	-26,8	-39,9	-40,6	49,5	-64,2	-66,4	-42,3	-7,0	-50,0	-68,4	-89,5	-40,5	-38,5	-5,2	
Oct	-28,5	-29,3	-30,1	-24,9	-27,7	-31,4	-33,3	-10,4	-29,1	-50,3	-54,4	-18,2	-34,8	4,3	
Nov	-34,9	-38,1	-38,7	-20,3	-24,6	-25,8	-38,8	-13,2	-39,6	-41,1	-55,7	-39,3	-38,5	-0,5	
Dic	-38,2	-48,9	-48,8	15,7	-26,4	-36,2	-28,2	-14,9	-24,5	-60,3	-2,0	2,9	-29,3	-11,4	
08 Ene	P	-41,4	-48,9	-47,9	2,8	-43,8	-47,4	-3,0	-3,0	46,8	35,4	71,2	49,5	-20,1	-7,7
Feb	P	-39,3	-46,9	15,1	4,3	-39,9	-32,9	-40,5	-41,3	65,4	-6,0
Mar	P	-67,3	-70,5	70,6	27,5	-33,3	-52,0	-64,0	-26,3	135,6	-27,2
Abr	P	-38,6	-40,6	65,0	35,9	111,5	63,5	4,1	129,3	45,7	1,3
May	P	-18,7

INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Ministerio de Fomento y Asociación de Fabricantes de Cemento de España.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 7, 8 y 9.

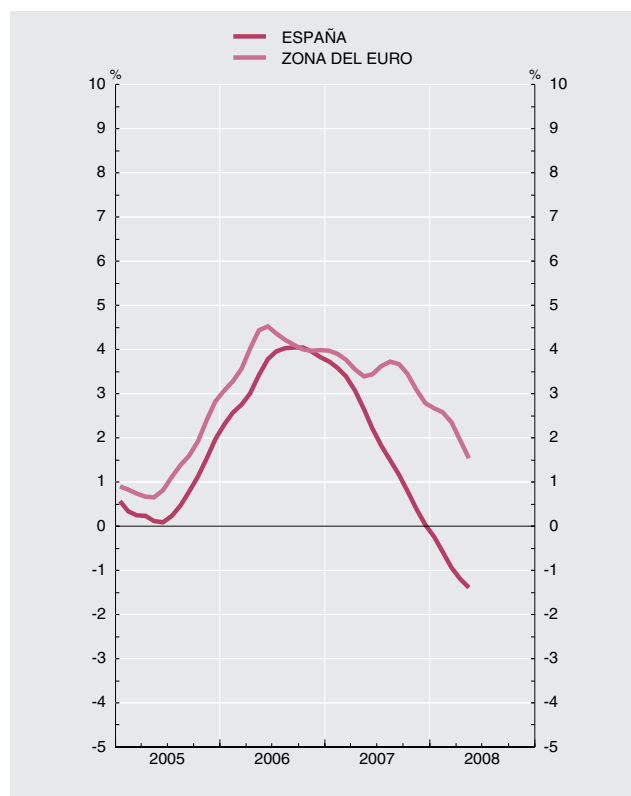
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

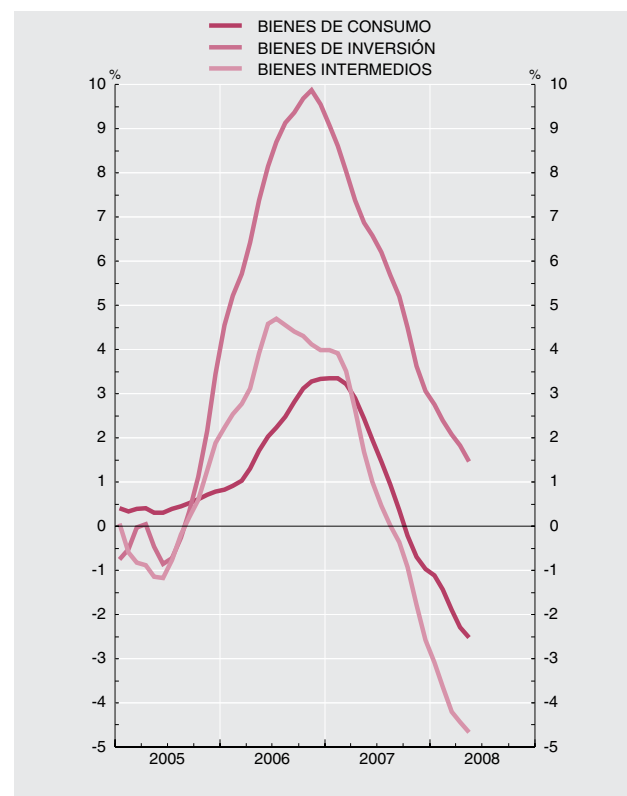
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro				
		Total		Consumo	Inversión	Inter-medios	Energía	Extrac-tivas	Manufac-tureras	Produc-ción y distribu-ción de energía eléctrica, gas y agua	Del cual		Por destino económico de los bienes		
		Serie original	1 T 12								Total	Manufac-turas	Consumo	Inversión	Inter-medios
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
05	MP	102,4	0,1	0,2	-0,7	-0,6	2,9	-4,0	-0,3	4,1	1,3	1,3	0,5	2,8	0,8
06	MP	106,2	3,7	2,1	8,2	3,8	0,9	2,4	4,0	1,1	4,0	4,4	2,5	5,9	4,9
07	MP	108,6	2,3	1,8	6,3	1,3	0,7	-1,2	2,5	1,4	3,4	4,0	2,4	5,9	3,8
07 E-M	MP	111,2	4,2	4,6	7,8	3,8	-0,7	-3,5	4,8	0,1	3,5	4,9	3,2	6,2	5,3
08 E-M	MP	109,3	-1,7	-2,5	1,3	-4,6	3,8	-4,6	-2,3	3,9	2,2	1,9	-0,6	5,2	1,2
07 Feb	P	106,5	3,6	3,6	10,3	4,1	-6,6	-9,4	5,1	-5,9	4,3	6,2	3,0	7,6	7,6
Mar	P	119,0	2,1	2,9	4,1	3,0	-4,2	-8,4	2,9	-2,0	4,2	5,9	4,3	6,8	6,7
Abr	P	102,8	6,3	6,2	8,6	4,7	7,8	0,7	6,1	9,0	3,1	4,0	2,8	5,4	3,9
May	P	118,0	2,1	2,6	4,0	0,1	3,9	-0,4	2,0	3,1	2,8	3,0	2,0	4,2	2,8
Jun	P	115,2	-0,5	-1,7	3,8	-1,4	-2,6	-2,0	-0,3	-1,9	2,7	3,0	1,2	5,2	2,8
Jul	P	114,9	3,7	4,7	10,6	2,5	-3,7	15,1	4,7	-4,5	4,0	4,7	2,7	7,3	4,2
Ago	P	81,1	1,6	2,0	5,4	0,3	0,2	3,9	1,8	-0,6	4,7	5,0	5,0	7,5	3,6
Sep	P	107,7	-1,3	-3,1	3,2	-2,8	0,8	0,9	-1,5	-	3,3	3,2	1,7	5,4	2,9
Oct	P	117,6	4,7	2,6	10,8	3,5	4,1	2,3	4,5	6,6	4,4	4,0	2,0	7,2	3,2
Nov	P	113,9	-1,0	-3,2	-0,5	-2,9	8,8	-4,7	-2,4	12,3	3,0	2,3	0,3	5,1	1,6
Dic	P	97,2	-0,2	-2,5	4,3	-2,8	4,3	-12,1	-1,0	5,7	1,7	1,4	-0,4	3,2	0,6
08 Ene	P	108,8	-0,7	0,7	1,9	-3,8	1,5	-3,1	-0,9	1,5	3,3	3,3	1,5	6,9	2,1
Feb	P	110,8	4,0	4,5	7,2	0,1	9,9	4,3	3,5	8,8	3,1	2,8	0,6	6,5	1,8
Mar	P	102,6	-13,8	-16,8	-14,4	-17,0	3,0	-12,8	-15,6	2,3	1,4	-0,2	-1,8	3,1	0,4
Abr	P	114,9	11,8	13,0	20,6	8,6	5,9	10,9	12,5	6,6	4,0	4,4	0,3	7,9	2,5
May	P	109,4	-7,3	-10,2	-4,7	-8,7	-0,5	-18,4	-7,9	0,7	-0,5	-0,4	-3,5	2,3	-0,6

ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. TOTAL
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. COMPONENTES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 1.

3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

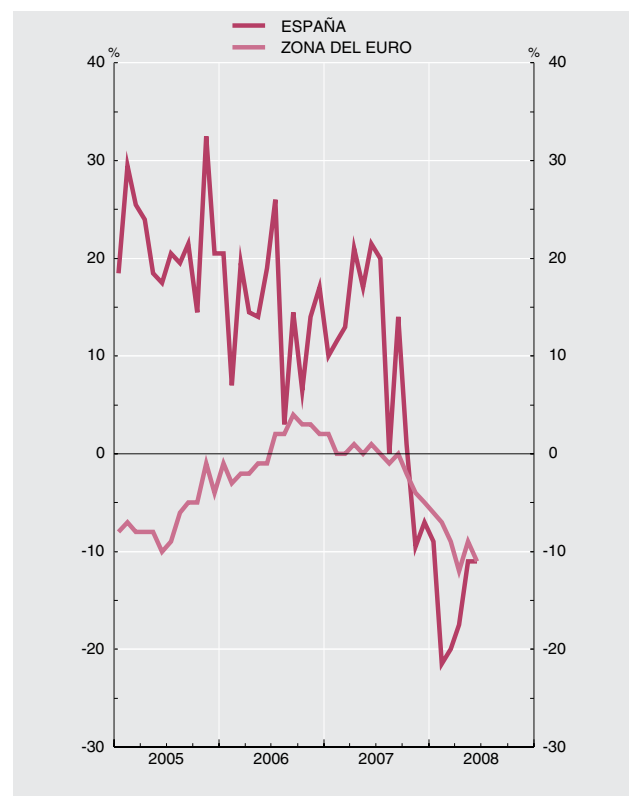
Saldo

		Industria, sin construcción										Construcción					Pro memoria: zona del euro		
		Indica- dor del clima indus- trial	Produc- ción tres últi- mos meses	Tenden- cia de la produc- ción	Cartera de pedidos total	Cartera de pedidos extran- jeros	Nivel de exis- ten- cias	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construc- ción	Nivel de produc- ción	Nivel de contra- ción	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construc- ción
		(a)		(a)	(a)		(a)	Con- su- mo	Equi- po	Inter- medios (a)	Otros sec- tores (a)				Produc- ción	Contra- ción	Indicador del clima indus- trial	Cartera de pedidos	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
05	M	-4	0	7	-9	-18	12	-1	-5	-6	1	22	31	35	30	22	-7	-17	-7
06	M	-2	7	6	-1	-11	12	-3	1	-3	-1	15	27	22	23	15	2	-0	1
07	M	-1	7	6	2	-5	10	-2	6	-3	-3	9	21	12	18	21	5	5	-1
07 E-J	M	0	8	7	4	-7	10	-2	5	-0	-1	16	23	17	33	22	6	7	1
08 E-J	M	-10	-6	-2	-10	-11	16	-7	2	-18	-5	-15	6	-14	-9	-13	-1	-4	-9
07 Mar		2	7	9	5	-8	9	-3	8	2	-4	13	6	9	52	44	6	8	-
Abr		-0	9	4	4	-5	9	-3	3	0	-3	21	27	24	27	20	7	9	1
May		-1	9	7	1	-7	11	-3	5	-3	-0	17	39	19	26	17	6	8	-
Jun		1	14	10	2	-3	9	-1	8	-1	1	22	34	28	48	16	6	7	1
Jul		-	13	5	2	-1	8	-1	8	-3	-4	20	53	25	19	29	5	5	-
Ago		-2	7	7	2	-8	14	-2	1	-2	-6	-	34	-4	19	47	5	6	-1
Sep		-1	6	5	1	-4	9	-4	7	-3	-7	14	17	21	-4	21	3	3	-
Oct		-5	5	3	-5	-3	12	-5	7	-10	-7	1	-10	2	11	14	2	1	-2
Nov		-1	4	7	1	-2	11	-2	10	-5	-2	-10	3	-2	-15	-2	3	2	-4
Dic		-2	-1	7	-3	-5	9	-3	10	-7	-1	-7	10	-1	-10	13	2	-	-5
08 Ene		-4	-2	5	-4	-8	13	-3	9	-10	-5	-9	4	-2	-2	3	1	-1	-6
Feb		-7	-10	0	-7	-7	15	-6	3	-14	-5	-22	-3	-18	-5	1	-	-2	-7
Mar		-8	-6	-2	-7	-10	16	-6	4	-17	-10	-20	-6	-21	-9	-17	-	-1	-9
Abr		-9	-4	-0	-10	-10	15	-6	2	-17	-3	-18	4	-18	-23	-13	-2	-5	-12
May		-13	-6	-6	-15	-13	17	-7	-3	-24	-4	-11	23	-10	-9	-26	-2	-5	-9
Jun		-17	-10	-9	-19	-19	21	-12	-2	-29	-3	-11	13	-15	-4	-27	-5	-9	-11

CLIMA EN LA INDUSTRIA
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN
Saldos



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.
a. Corregidos de variaciones estacionales.

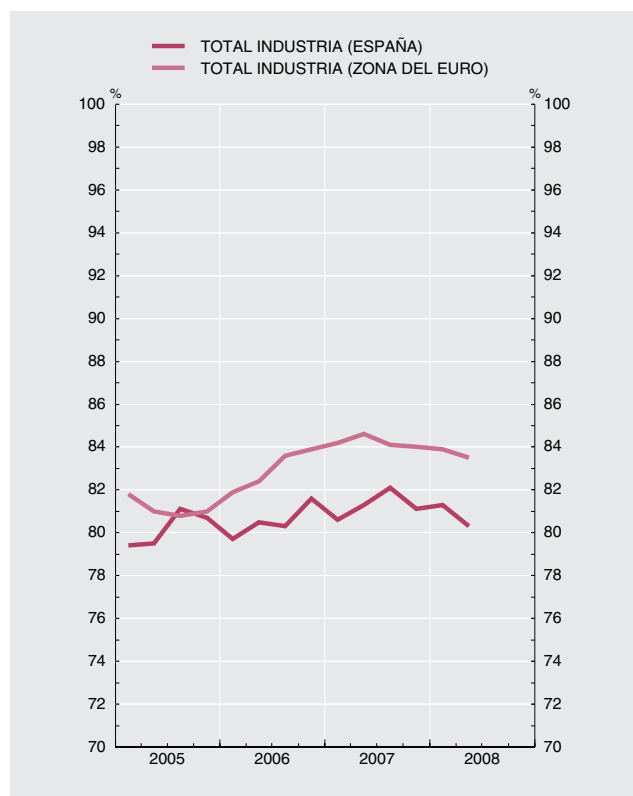
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

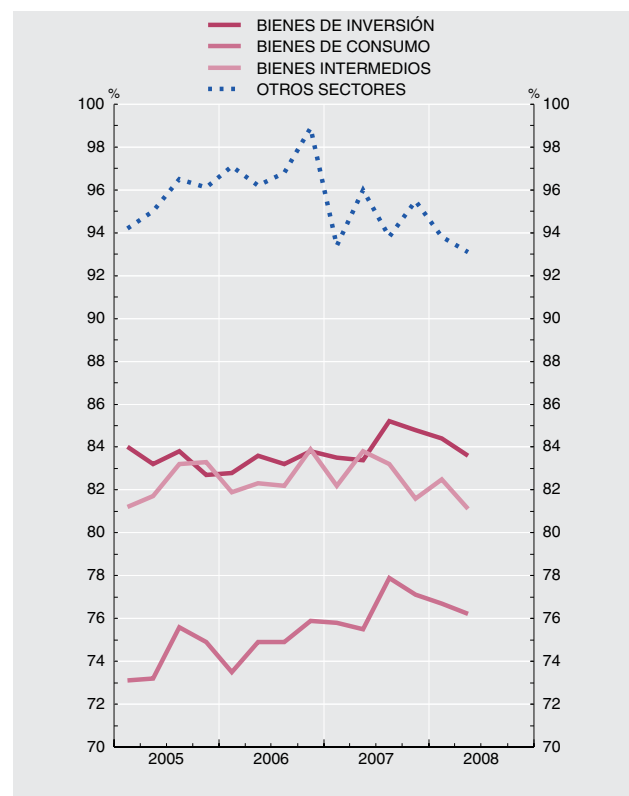
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utiliza- ción de la capaci- dad pro- ductiva (%)
	Utilización de la capacidad produ- tiva instalada		Capaci- dad produ- ctiva insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produ- tiva instalada		Capaci- dad produ- ctiva insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produ- tiva instalada		Capaci- dad produ- ctiva insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produ- tiva instalada		Capaci- dad produ- ctiva insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produ- tiva instalada		Capaci- dad produ- ctiva insta- lada (Saldos)	
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		
05	80,2	81,5	5	74,2	76,3	6	83,4	84,3	5	82,4	83,3	4	95,5	95,1	0	81,2
06	80,5	81,6	4	74,8	76,5	4	83,4	83,8	7	82,6	83,5	4	97,3	97,5	-	83,0
07	81,3	82,6	3	76,6	78,2	5	84,2	85,0	-0	82,7	84,2	2	94,7	95,5	-	84,2
07 I-II	81,0	82,3	3	75,7	77,7	5	83,5	83,9	1	83,0	84,3	2	94,7	95,6	-	84,4
08 I-II	80,8	81,8	5	76,5	78,2	9	84,0	84,7	4	81,8	82,5	3	93,5	94,2	-	83,7
05 IV	80,7	81,3	5	74,9	76,7	6	82,7	82,9	8	83,3	83,4	3	96,1	91,9	0	81,0
06 I	79,7	80,5	9	73,5	75,5	6	82,8	82,6	14	81,9	82,5	9	97,1	97,4	-	81,9
II	80,5	82,2	5	74,9	77,9	5	83,6	84,2	7	82,3	83,8	5	96,2	96,5	-	82,4
III	80,3	81,1	2	74,9	75,9	1	83,2	83,4	4	82,2	83,0	1	96,8	97,8	-	83,6
IV	81,6	82,4	2	75,9	76,5	3	83,8	84,8	5	83,9	84,8	-0	98,9	98,4	-	83,9
07 I	80,6	81,7	2	75,8	77,2	4	83,5	83,8	1	82,2	83,4	1	93,4	95,9	-	84,2
II	81,3	82,8	3	75,5	78,1	6	83,4	84,0	2	83,8	85,2	2	96,0	95,3	-	84,6
III	82,1	83,3	1	77,9	79,4	5	85,2	86,5	-7	83,2	84,2	1	93,8	94,6	-	84,1
IV	81,1	82,5	5	77,1	77,9	6	84,8	85,6	4	81,6	83,9	6	95,5	96,2	-	84,0
08 I	81,3	82,1	5	76,7	77,8	9	84,4	85,8	5	82,5	82,9	3	93,8	94,9	-	83,9
II	80,3	81,5	5	76,2	78,5	9	83,6	83,5	3	81,1	82,1	4	93,1	93,5	-	83,5

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.

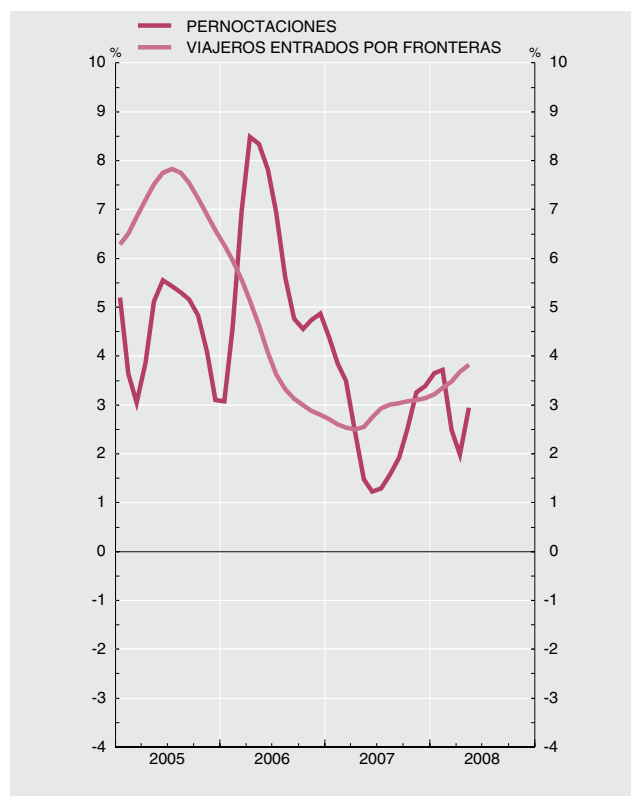
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

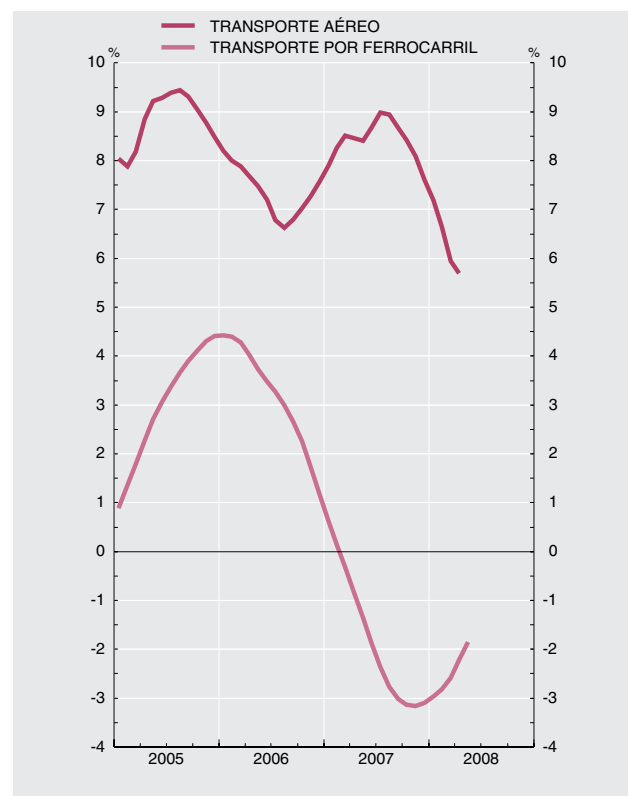
Tasas de variación interanual

		Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril	
		Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías
		1	2	3	4	5	6	7	Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales	11	12	13	14	15
05		5,7	5,1	4,7	3,1	7,7	6,6	9,2	9,2	13,6	6,2	-3,0	-1,1	9,0	4,3	-2,5
06		5,8	6,1	6,2	6,5	3,6	4,1	3,0	6,7	6,7	6,8	-4,5	10,2	4,9	2,0	-3,1
07	P	3,3	4,2	2,0	2,3	3,1	1,5	5,6	9,1	9,0	9,2	4,2	5,2	4,7	-1,9	-1,5
07 E-M		2,8	3,3	2,2	2,3	0,7	0,7	0,7	8,1	8,4	7,8	5,2	8,8	4,2	0,7	0,2
08 E-M	P	2,2	4,7	2,7	4,0	3,8	3,5	4,2	...	...	...	...	...	...	-1,7	...
07 Feb		3,1	5,9	2,5	4,2	0,5	3,6	-3,1	9,1	8,9	9,4	6,5	5,6	6,9	-2,0	-3,7
Mar		6,7	7,8	6,5	7,3	6,1	6,2	6,1	12,0	10,7	13,2	1,3	17,3	1,7	5,6	4,0
Abr		1,4	1,4	2,4	1,5	-1,3	-4,3	3,4	6,1	7,6	5,0	4,2	-0,8	4,3	0,8	8,5
May		0,6	-0,6	-1,0	-1,5	-3,4	-1,8	-6,1	6,8	8,4	5,6	9,1	18,9	7,7	-0,7	-4,3
Jun	P	5,4	3,5	2,2	0,5	7,9	4,8	14,3	8,8	9,6	8,3	7,6	13,9	3,0	-2,0	-5,1
Jul	P	1,7	1,7	1,1	1,0	5,1	1,8	11,4	11,6	14,3	10,0	3,4	1,4	3,6	-1,9	2,5
Ago	P	3,6	5,3	1,3	2,7	5,7	1,6	11,5	10,5	10,0	10,9	6,7	0,0	8,3	-7,9	-6,6
Sep	P	2,7	4,6	1,1	1,9	4,3	0,6	11,3	9,7	8,9	10,3	5,5	0,7	7,5	-4,7	-0,9
Oct	P	2,5	3,6	0,7	1,9	1,5	0,0	3,9	8,4	8,5	8,4	4,9	8,3	4,5	-3,3	2,6
Nov	P	8,3	9,2	7,7	6,7	5,1	5,0	5,1	10,4	8,0	12,6	-2,0	13,8	9,1	-3,3	-6,2
Dic	P	2,2	10,2	1,6	7,2	-0,4	0,7	-1,6	7,6	4,9	10,0	-0,5	-1,4	-0,2	-4,5	-5,9
08 Ene	P	3,4	4,7	2,3	3,6	0,2	0,9	-0,7	6,9	6,8	7,1	-1,9	4,8	13,2	-2,2	-4,1
Feb	P	7,8	8,4	9,3	9,4	5,5	6,5	4,3	10,2	9,9	10,5	4,2	2,9	1,0	1,5	3,6
Mar	P	7,4	5,5	10,0	4,1	6,5	7,4	5,2	6,8	2,4	10,6	-2,4	27,2	0,3	-6,6	-18,4
Abr	P	-10,4	-1,9	-11,5	-2,2	-2,9	-1,0	-5,7	-2,4	-2,0	-2,7	9,9	-19,2	9,6	4,1	7,7
May	P	6,0	7,6	6,6	6,3	9,2	4,2	18,6	...	...	...	...	...	...	-4,5	...

TURISMO
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE e Instituto de Estudios Turísticos (Estadística de Movimientos Turísticos en Frontera).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 15.

a. Desde enero de 2003, para Galicia, información procedente del declarativo sobre totales de entradas de viajeros y pernoctaciones del mes. Se ha realizado una revisión exhaustiva del directorio. Desde enero de 2006, se han actualizado los directorios y ampliado el ámbito de recogida de la información a todos los días del mes.

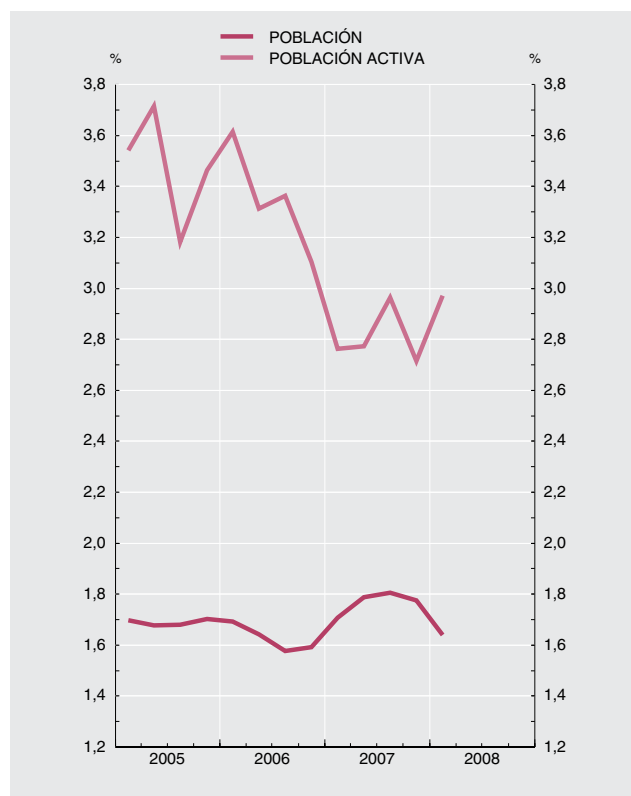
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Población mayor de 16 años				Población activa								
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de actividad (%) (a)	Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			1 T 4				
							Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)					
1		2	3	■	4	5	6	■	7	■	8	■	9	■
05	M	36 416	605	1,7	57,35	20 886	701	347	354		3,5			
06	M	37 008	592	1,6	58,33	21 585	699	345	354		3,3			
07	M	37 663	655	1,8	58,92	22 190	605	386	219		2,8			
07	I-I	M	37 429	629	1,7	58,58	21 925	589	368	221	2,8			
08	I-I	M	38 043	614	1,6	59,35	22 577	651	364	287	3,0			
05	III		36 490	603	1,7	57,43	20 956	646	346	300	3,2			
	IV		36 652	614	1,7	57,72	21 156	708	354	354	3,5			
06	I		36 800	613	1,7	57,98	21 336	744	355	389	3,6			
	II		36 931	597	1,6	58,30	21 530	691	348	343	3,3			
	III		37 065	575	1,6	58,44	21 661	705	336	368	3,4			
	IV		37 236	583	1,6	58,58	21 812	657	342	315	3,1			
07	I		37 429	629	1,7	58,58	21 925	589	368	221	2,8			
	II		37 592	661	1,8	58,86	22 127	597	389	208	2,8			
	III		37 734	669	1,8	59,10	22 303	642	395	246	3,0			
	IV		37 897	661	1,8	59,12	22 405	592	391	201	2,7			
08	I		38 043	614	1,6	59,35	22 577	651	364	287	3,0			

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA
Variaciones interanuales



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es)

b. Col. 7 = (col. 5 / col. 1) * variación interanual col. 1. Col. 8 = (Variación interanual col. 4 / 100) * col. 1 (t-4).

Nota: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

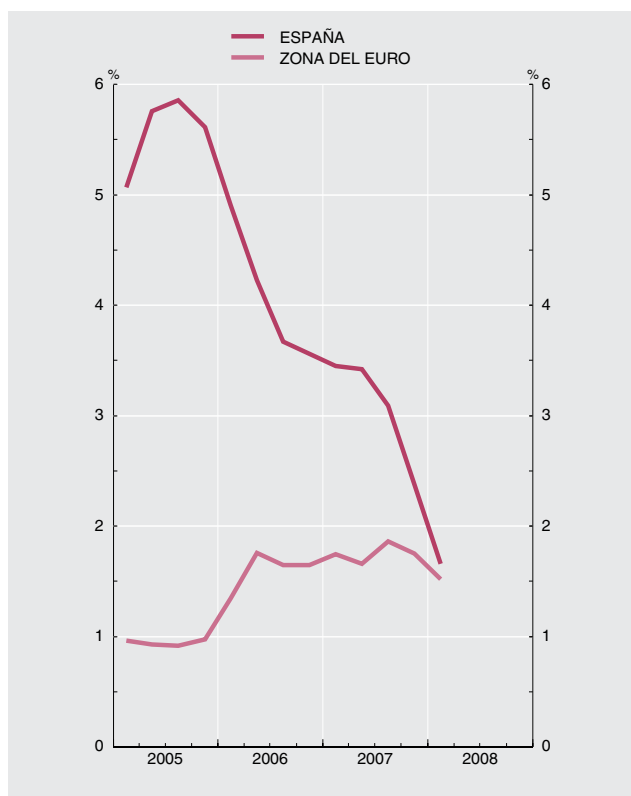
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

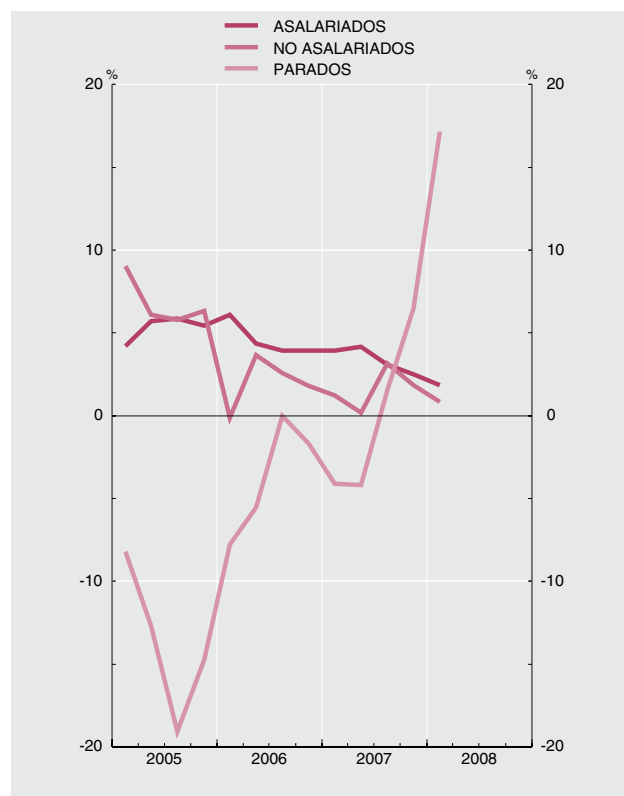
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Tasa de paro (%) (a)	Pro memoria: zona del euro	
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4		Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
05	M	18 973	1 002	5,6	15 502	781	5,3	3 471	221	6,8	1 913	-301	-13,6	9,16	0,9	8,85
06	M	19 748	774	4,1	16 208	706	4,6	3 540	68	2,0	1 837	-75	-3,9	8,51	1,6	8,26
07	M	20 356	608	3,1	16 760	552	3,4	3 596	56	1,6	1 834	-3	-0,2	8,26	1,8	7,42
07 I-I	M	20 069	669	3,4	16 515	626	3,9	3 555	44	1,2	1 856	-80	-4,1	8,47	1,7	7,63
08 I-I	M	20 402	333	1,7	16 817	303	1,8	3 585	30	0,8	2 174	318	17,1	9,63	1,5	7,14
05 III		19 191	1 062	5,9	15 750	874	5,9	3 442	188	5,8	1 765	-416	-19,1	8,42	0,9	8,82
06 IV		19 314	1 026	5,6	15 842	819	5,5	3 473	207	6,3	1 841	-318	-14,7	8,70	1,0	8,74
06 I		19 400	907	4,9	15 889	912	6,1	3 511	-5	-0,1	1 936	-163	-7,8	9,07	1,3	8,65
06 II		19 693	798	4,2	16 112	671	4,3	3 582	127	3,7	1 837	-108	-5,5	8,53	1,8	8,39
06 III		19 896	705	3,7	16 366	616	3,9	3 530	88	2,6	1 765	-	-	8,15	1,6	8,10
06 IV		20 002	688	3,6	16 466	625	3,9	3 536	63	1,8	1 811	-31	-1,7	8,30	1,6	7,90
07 I		20 069	669	3,4	16 515	626	3,9	3 555	44	1,2	1 856	-80	-4,1	8,47	1,7	7,63
07 II		20 367	674	3,4	16 779	668	4,1	3 588	6	0,2	1 760	-77	-4,2	7,95	1,7	7,46
07 III		20 511	615	3,1	16 870	504	3,1	3 641	111	3,1	1 792	27	1,5	8,03	1,9	7,35
07 IV		20 477	475	2,4	16 877	410	2,5	3 600	65	1,8	1 928	117	6,5	8,60	1,8	7,24
08 I		20 402	333	1,7	16 817	303	1,8	3 585	30	0,8	2 174	318	17,1	9,63	1,5	7,14

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005) y BCE.

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es)

Nota: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

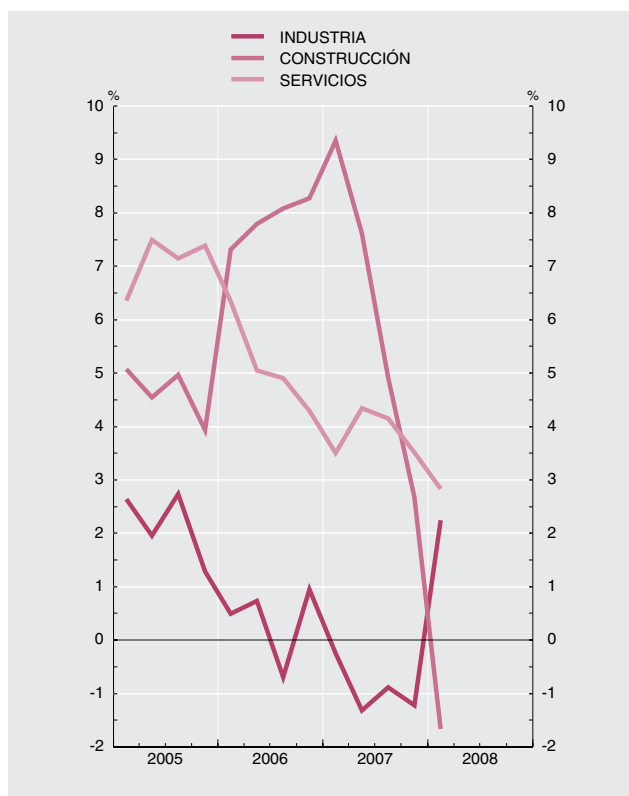
4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

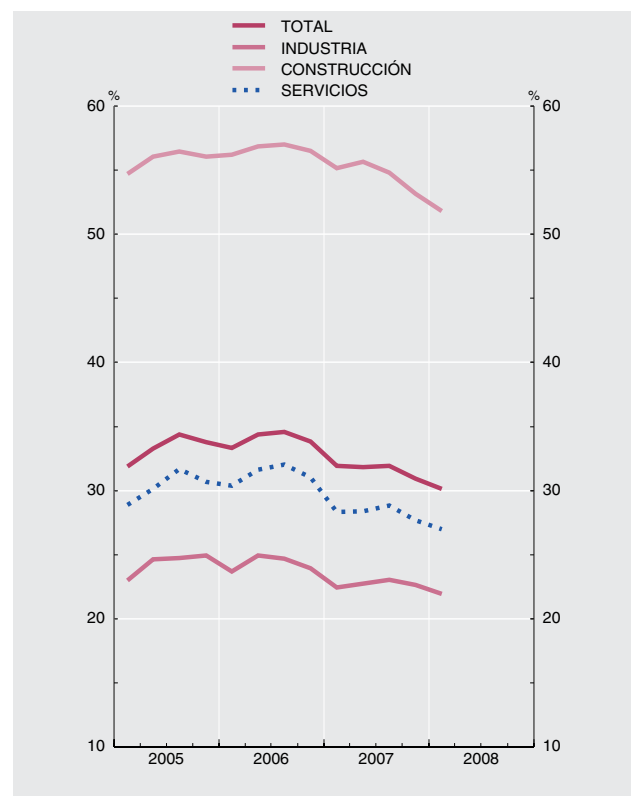
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria:
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados ramas no agrarias
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
05	M	5,6	5,3	33,3	1,2	1,7	62,5	2,1	0,5	24,3	4,6	3,3	55,8	7,1	7,3	30,3	5,8
06	M	4,1	4,6	34,0	-5,6	-1,4	59,3	0,4	0,5	24,3	7,9	8,1	56,6	5,1	5,3	31,3	4,6
07	M	3,1	3,4	31,7	-2,0	2,3	58,8	-0,9	-0,7	22,7	6,1	6,8	54,7	3,9	3,9	28,3	3,3
07 I-I	M	3,4	3,9	-4,1	0,5	7,3	3,2	-0,3	-0,3	-5,3	9,4	10,0	-1,9	3,5	3,8	-6,7	3,6
08 I-I	M	1,7	1,8	-5,6	-6,8	-7,9	-7,1	2,2	3,0	-2,3	-1,7	-2,1	-6,0	2,8	2,8	-4,8	2,1
05 III		5,9	5,9	34,4	2,9	6,4	63,6	2,7	1,0	24,7	5,0	3,3	56,4	7,1	7,8	31,7	6,0
06 IV		5,6	5,5	33,8	2,7	6,3	62,8	1,3	-0,5	24,9	3,9	2,7	56,1	7,4	7,7	30,7	5,8
06 I		4,9	6,1	33,3	-3,2	8,1	61,3	0,5	0,7	23,7	7,3	8,2	56,2	6,3	7,2	30,4	5,4
06 II		4,2	4,3	34,4	-3,0	0,4	59,1	0,7	1,0	24,9	7,8	7,6	56,8	5,0	4,9	31,6	4,6
06 III		3,7	3,9	34,6	-8,0	-6,1	57,4	-0,7	-0,6	24,7	8,1	8,3	57,0	4,9	4,8	32,0	4,3
06 IV		3,6	3,9	33,8	-8,4	-7,2	59,2	1,0	0,9	24,0	8,3	8,2	56,5	4,3	4,5	31,0	4,2
07 I		3,4	3,9	32,0	0,5	7,3	63,3	-0,3	-0,3	22,4	9,4	10,0	55,1	3,5	3,8	28,4	3,6
07 II		3,4	4,1	31,8	-3,8	0,5	58,7	-1,3	-1,0	22,7	7,6	9,2	55,6	4,3	4,8	28,4	3,8
07 III		3,1	3,1	31,9	-3,0	0,6	55,8	-0,9	-0,7	23,0	4,9	5,5	54,8	4,2	3,7	28,8	3,4
07 IV		2,4	2,5	30,9	-1,7	0,3	57,4	-1,2	-0,7	22,7	2,7	2,9	53,2	3,5	3,4	27,7	2,6
08 I		1,7	1,8	30,1	-6,8	-7,9	58,8	2,2	3,0	21,9	-1,7	-2,1	51,8	2,8	2,8	27,0	2,1

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD
Porcentajes



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Ramas de actividad de acuerdo con la CNAE-93.

Notas: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 4 y 6.

Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

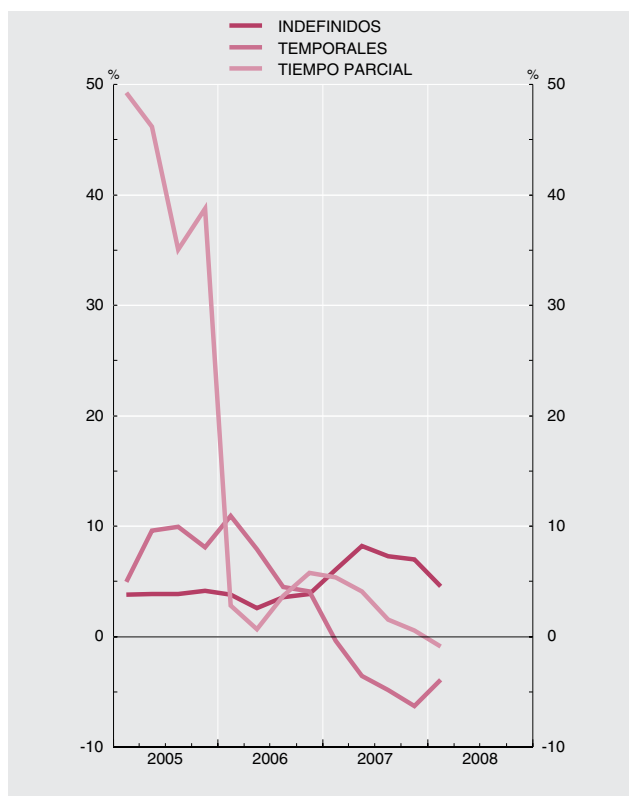
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

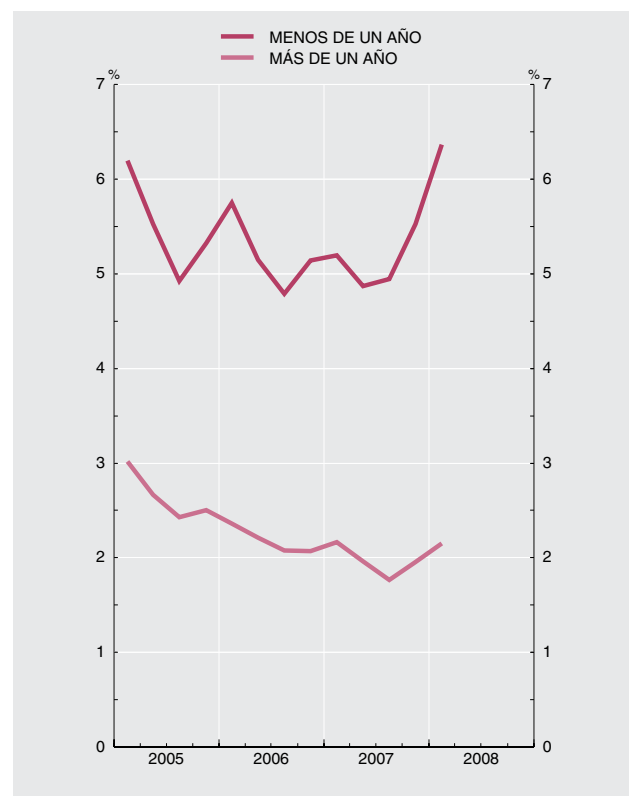
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados										Parados			
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada					Por duración			
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año	
		Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
05	M	390	3,9	392	8,2	33,32	215	1,6	566	42,2	12,30	5,49	-10,2	2,65	-28,3
06	M	358	3,5	348	6,7	34,03	645	4,7	61	3,2	12,13	5,20	-2,0	2,18	-14,9
07	M	762	7,1	-210	-3,8	31,67	495	3,5	57	2,9	12,07	5,14	1,5	1,96	-7,6
07 I-I	M	645	6,1	-19	-0,4	31,95	519	3,7	107	5,4	12,66	5,19	-7,2	2,17	-5,8
08 I-I	M	509	4,5	-207	-3,9	30,15	321	2,2	-18	-0,9	12,33	6,36	26,2	2,15	2,1
05 III		385	3,9	489	9,9	34,39	403	3,0	471	35,1	11,52	4,92	-17,4	2,43	-30,8
06 III		417	4,1	402	8,1	33,77	289	2,1	531	38,8	11,98	5,32	-11,0	2,50	-29,4
06 I		390	3,8	522	10,9	33,33	858	6,6	54	2,8	12,49	5,75	-3,9	2,36	-18,8
06 II		265	2,6	406	7,9	34,39	659	4,9	13	0,6	12,35	5,14	-3,8	2,21	-14,2
06 III		371	3,6	245	4,5	34,59	549	3,9	67	3,7	11,49	4,79	0,6	2,08	-11,5
06 IV		406	3,9	218	4,1	33,82	515	3,7	109	5,8	12,19	5,14	-0,5	2,07	-14,5
07 I		645	6,1	-19	-0,4	31,95	519	3,7	107	5,4	12,66	5,19	-7,2	2,17	-5,8
07 II		865	8,2	-197	-3,6	31,85	587	4,2	81	4,1	12,34	4,87	-2,6	1,96	-8,9
07 III		777	7,3	-273	-4,8	31,94	475	3,3	29	1,6	11,32	4,95	6,4	1,76	-12,6
07 IV		761	7,0	-350	-6,3	30,92	399	2,8	11	0,6	11,96	5,53	10,5	1,95	-3,3
08 I		509	4,5	-207	-3,9	30,15	321	2,2	-18	-0,9	12,33	6,36	26,2	2,15	2,1

ASALARIADOS
Tasas de variación interanual



PARADOS
Tasa de paro



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es)

Nota: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

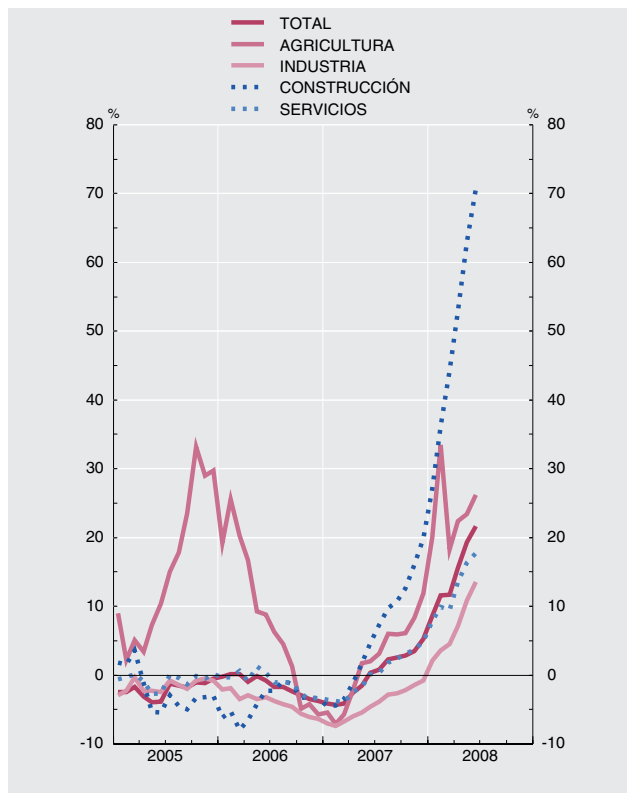
4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

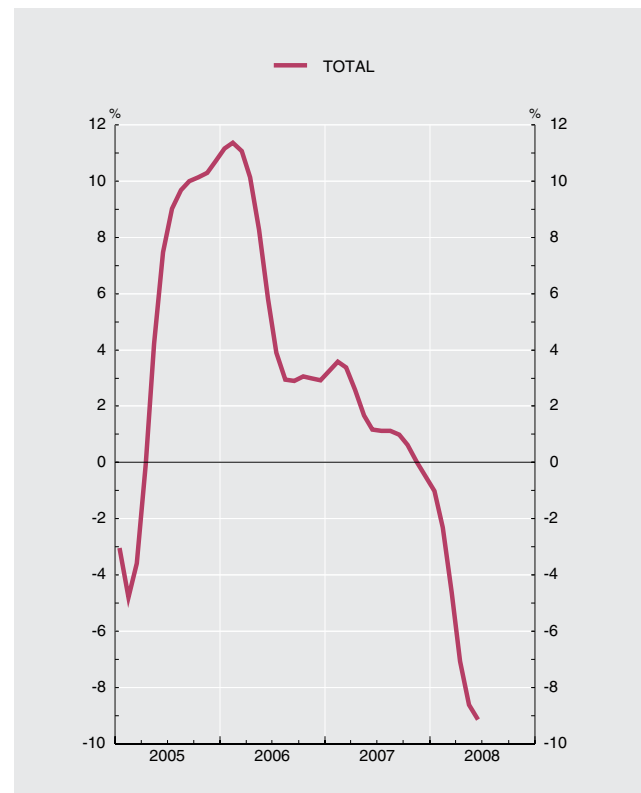
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior	Anteriormente empleados						Total		Porcentaje s/total			Total	
		Miles de personas	Variación inter-anual (Miles de per-sonas)	1 T 12	1 T 12	1 T 12					Miles de per-sonas	1 T 12	Indefi-nidos	Jornada parcial	De duración deter-minada	Miles de per-sonas	1 T 12	
						Total	Agrí-cultura	No agrícola										
								Total	Industria	Construc-ción								Servicios
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
05	M	2 070	-44	-2,1	-12,5	-0,6	15,2	-1,1	-1,6	-2,2	-0,8	1 430	5,0	9,03	23,34	90,97	1 391	4,1
06	M	2 039	-30	-1,5	-0,6	-1,6	7,4	-1,9	-4,0	-4,0	-1,0	1 544	7,9	11,77	23,39	88,23	1 475	6,0
07	M	2 039	-0	-0,0	-0,7	0,1	1,9	-0,0	-4,3	5,7	-0,0	1 552	0,5	11,88	23,90	88,12	1 505	2,0
07 E-J	M	2 030	-58	-2,8	-0,7	-3,1	-2,9	-3,1	-6,2	-1,4	-2,6	1 537	2,5	12,58	22,55	87,42	1 483	2,5
08 E-J	M	2 327	297	14,6	0,8	16,4	24,0	16,1	6,9	48,7	12,4	1 426	-7,2	12,38	23,62	87,62	1 397	-5,8
07 May		1 973	-31	-1,6	0,3	-1,8	1,8	-1,9	-5,4	1,8	-1,7	1 625	-0,7	11,71	22,90	88,29	1 587	-0,5
Jun		1 966	6	0,3	3,0	-0,0	2,0	-0,1	-4,6	4,6	0,1	1 582	-4,4	11,27	23,39	88,73	1 529	-3,9
Jul		1 970	15	0,8	2,1	0,6	3,2	0,5	-3,9	7,3	0,3	1 755	5,0	10,30	24,89	89,70	1 694	6,2
Ago		2 028	45	2,2	2,2	2,3	6,1	2,1	-2,8	9,8	1,8	1 287	-2,7	9,91	22,51	90,09	1 249	-0,3
Sep		2 017	51	2,6	1,6	2,7	5,9	2,6	-2,7	10,8	2,4	1 596	-4,7	12,05	25,50	87,95	1 584	-2,7
Oct		2 049	56	2,8	-3,2	3,6	6,1	3,5	-2,2	12,6	3,1	1 911	5,1	12,19	27,67	87,81	1 870	7,4
Nov		2 094	71	3,5	-4,4	4,5	8,3	4,4	-1,4	16,1	3,7	1 592	-4,1	11,94	25,61	88,06	1 540	-1,2
Dic		2 130	107	5,3	-2,3	6,2	11,9	6,0	-0,8	19,9	4,8	1 261	-9,0	10,66	25,29	89,34	1 223	-1,7
08 Ene		2 262	179	8,6	-1,0	9,8	20,0	9,4	2,1	27,1	7,9	1 581	-4,3	12,44	21,61	87,56	1 535	-0,3
Feb		2 315	240	11,6	0,4	12,9	33,5	12,2	3,6	36,1	9,9	1 427	1,3	13,04	22,79	86,96	1 434	5,0
Mar		2 301	242	11,7	0,4	13,2	18,3	13,0	4,5	44,2	9,4	1 286	-17,8	13,08	23,63	86,92	1 258	-17,2
Abr		2 339	315	15,6	-0,5	17,7	22,4	17,5	7,1	52,9	13,6	1 460	5,3	12,97	24,29	87,03	1 416	4,1
May		2 354	380	19,3	2,3	21,5	23,4	21,4	10,9	63,0	16,3	1 385	-14,8	11,88	24,30	88,12	1 358	-14,4
Jun		2 390	425	21,6	3,2	24,0	26,2	23,9	13,5	70,7	17,7	1 419	-10,3	10,85	25,09	89,15	1 381	-9,7

PARO REGISTRADO
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTE: Instituto de Empleo Servicio Público de Empleo Estatal (INEM).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

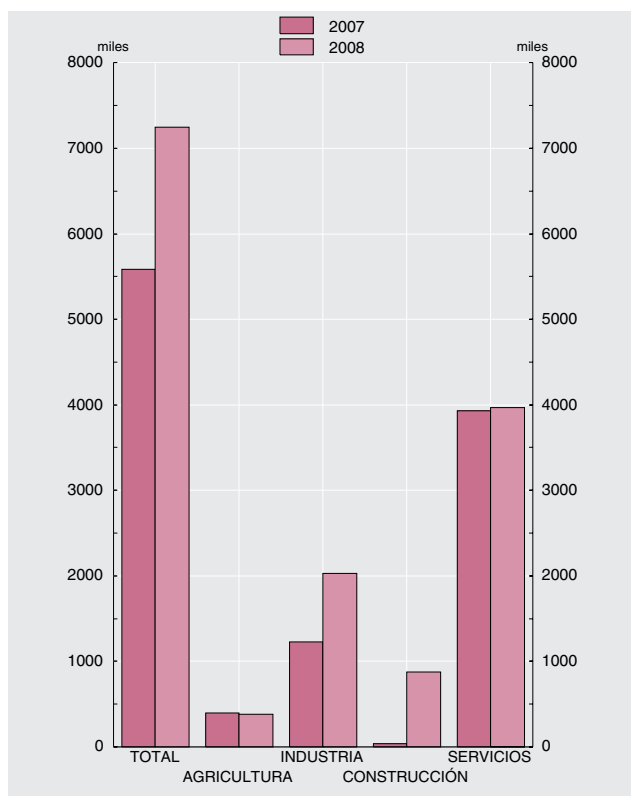
4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

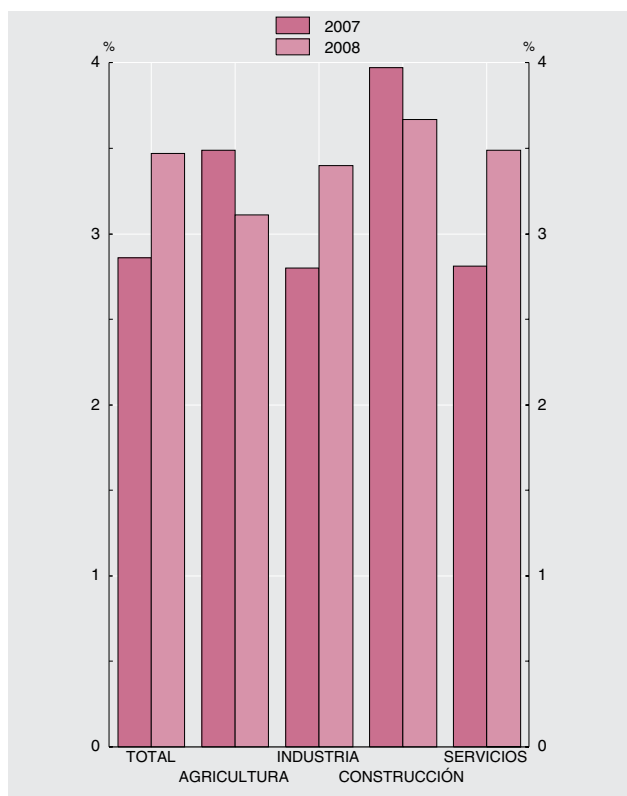
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%)	Miles de trabajadores afectados (a)								Incremento salarial medio pactado						
			Por re- visados	Por firmados	Total	Variación inter- anual	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios	Por re- visados	Por firmados	Total	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
05	10 756	4,04	5 581	2 800	8 381	580	568	2 418	1 095	4 300	2,87	3,20	2,98	3,38	3,00	2,93	2,93
06	11 119	3,29	6 765	2 156	8 921	540	656	2 445	1 072	4 748	3,21	3,35	3,24	3,94	3,26	2,97	3,20
07	10 634	3,08	5 778	2 634	8 412	-509	510	2 172	475	5 254	2,87	2,96	2,90	3,35	2,88	3,55	2,81
07 Ene	10 121	3,07	3 245	1	3 245	-464	311	938	3	1 993	2,84	2,37	2,84	3,61	2,74	2,77	2,77
Feb	10 132	3,07	4 019	4	4 022	-809	336	1 038	33	2 614	2,84	2,97	2,84	3,60	2,80	3,98	2,74
Mar	10 172	3,07	4 723	13	4 736	-491	352	1 108	34	3 242	2,88	2,89	2,88	3,54	2,80	3,97	2,82
Abr	10 470	3,06	4 723	19	4 742	-1 630	354	1 108	34	3 245	2,88	3,11	2,88	3,54	2,80	3,97	2,83
May	10 476	3,06	4 723	45	4 767	-1 650	354	1 126	34	3 254	2,88	2,93	2,88	3,54	2,80	3,97	2,83
Jun	10 494	3,06	5 396	192	5 588	-1 459	397	1 225	34	3 931	2,87	2,63	2,86	3,49	2,80	3,97	2,81
Jul	10 501	3,07	5 454	499	5 953	-1 372	400	1 485	34	4 033	2,88	2,90	2,88	3,48	2,85	3,97	2,82
Ago	10 502	3,07	5 573	809	6 382	-985	403	1 631	34	4 315	2,87	2,86	2,87	3,47	2,85	3,95	2,81
Sep	10 607	3,07	5 582	1 459	7 041	-725	468	1 958	64	4 552	2,87	2,93	2,89	3,40	2,85	3,74	2,83
Oct	10 617	3,07	5 607	1 959	7 566	-505	478	2 043	247	4 798	2,87	2,91	2,88	3,39	2,85	3,56	2,81
Nov	10 632	3,08	5 753	2 456	8 210	-239	478	2 139	385	5 208	2,87	2,93	2,89	3,39	2,87	3,56	2,80
Dic	10 634	3,08	5 778	2 634	8 412	-509	510	2 172	475	5 254	2,87	2,96	2,90	3,35	2,88	3,55	2,81
08 Ene	7 021	3,43	4 503	5	4 508	1 263	270	1 331	161	2 746	3,27	4,59	3,27	2,91	3,32	3,61	3,27
Feb	7 028	3,43	5 281	12	5 293	1 271	293	1 462	487	3 052	3,36	3,77	3,36	2,92	3,32	3,83	3,35
Mar	7 066	3,43	5 601	24	5 624	889	298	1 612	530	3 184	3,38	4,20	3,39	2,94	3,41	3,77	3,35
Abr	7 238	3,46	6 352	241	6 593	1 851	299	1 954	690	3 650	3,39	4,47	3,43	2,94	3,39	3,72	3,43
May	7 238	3,46	6 790	459	6 975	2 208	339	1 975	830	3 831	3,43	4,07	3,47	3,10	3,40	3,67	3,49
Jun	7 247	3,46	6 790	459	7 250	1 662	381	2 028	875	3 966	3,43	4,07	3,47	3,11	3,40	3,67	3,49

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero-junio



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero-junio



FUENTE: Ministerio de Trabajo e Inmigración (MTIN), Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo. Avance mensual.
a. Datos acumulados.

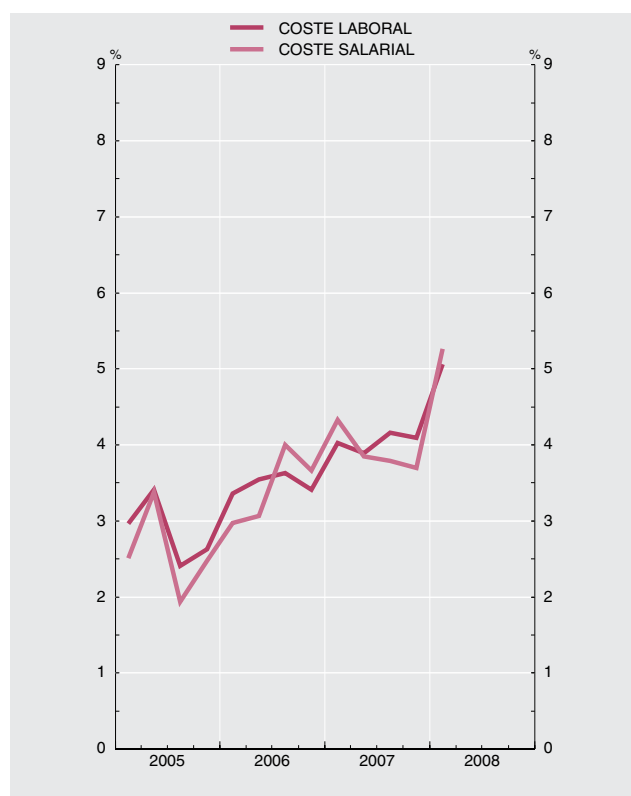
4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

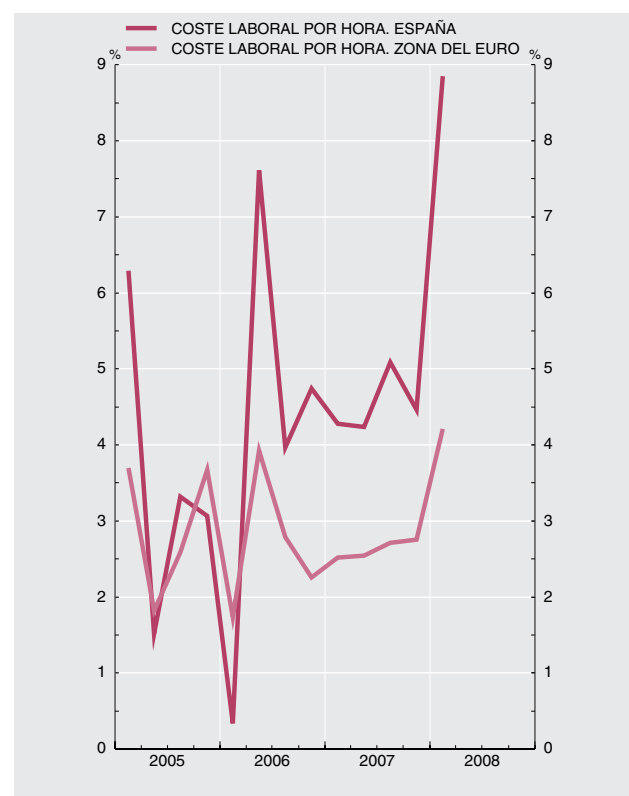
Tasas de variación interanual

		Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Pro memoria: zona del euro. Coste laboral por hora (a)
		Por trabajador y mes				Por hora efectiva	Por trabajador y mes				Por hora efectiva		
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
05	M	2,9	3,1	2,8	3,1	3,5	2,6	2,7	2,3	2,9	3,2	3,6	2,9
06	M	3,5	3,7	4,0	3,6	4,2	3,4	3,6	3,7	3,7	4,2	3,6	2,7
07	M	4,0	3,3	5,0	4,3	4,5	3,9	3,0	4,8	4,2	4,4	4,4	2,6
07 I-I	M	4,0	4,2	5,0	4,0	4,3	4,3	3,7	5,5	4,5	4,6	3,2	2,5
08 I-I	M	5,1	4,1	5,8	5,2	8,8	5,3	5,8	4,8	5,1	9,0	4,5	4,2
05 III		2,4	2,1	2,2	2,9	3,3	1,9	1,5	1,3	2,6	2,8	3,7	2,6
IV		2,6	3,2	2,6	2,8	3,1	2,5	3,0	2,0	2,8	2,9	3,1	3,7
06 I		3,4	4,5	4,3	3,2	0,3	3,0	3,8	3,8	3,0	-	4,4	1,7
II		3,5	3,5	3,9	3,8	7,6	3,1	3,1	3,1	3,4	7,1	4,9	3,9
III		3,6	3,6	4,1	3,8	4,0	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	2,6	2,8
IV		3,4	3,4	3,7	3,7	4,7	3,7	3,6	3,9	4,0	5,0	2,6	2,3
07 I		4,0	4,2	5,0	4,0	4,3	4,3	3,7	5,5	4,5	4,6	3,2	2,5
II		3,9	2,7	4,4	4,4	4,2	3,8	3,1	3,9	4,3	4,2	4,0	2,5
III		4,2	3,0	5,4	4,5	5,1	3,8	2,3	4,8	4,2	4,6	5,2	2,7
IV		4,1	3,4	5,3	4,2	4,5	3,7	2,8	5,1	3,8	4,1	5,3	2,8
08 I		5,1	4,1	5,8	5,2	8,8	5,3	5,8	4,8	5,1	9,0	4,5	4,2

POR TRABAJADOR Y MES
Tasas de variación interanual



POR HORA EFECTIVA
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta trimestral de Coste Laboral) y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 25, 26 y 27.

a. Total economía, excluyendo agricultura, Administración Pública, educación y sanidad.

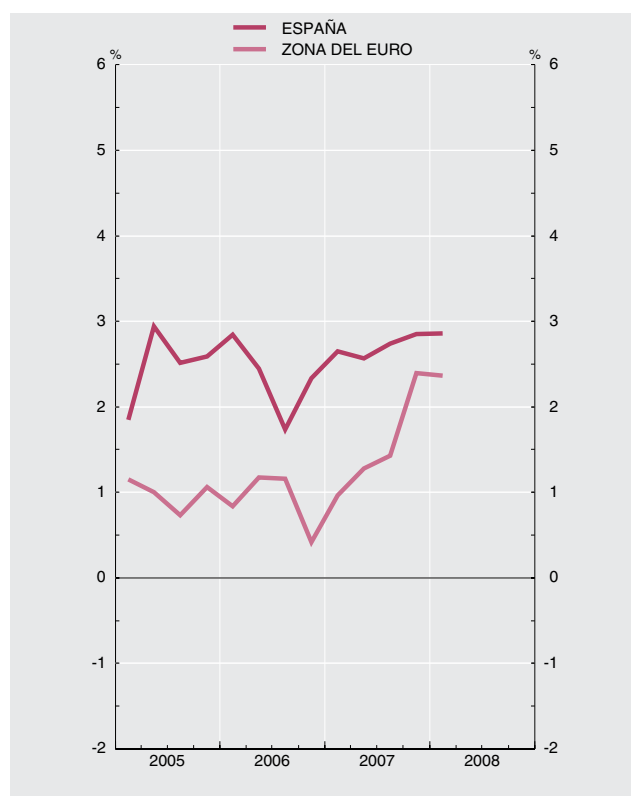
4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

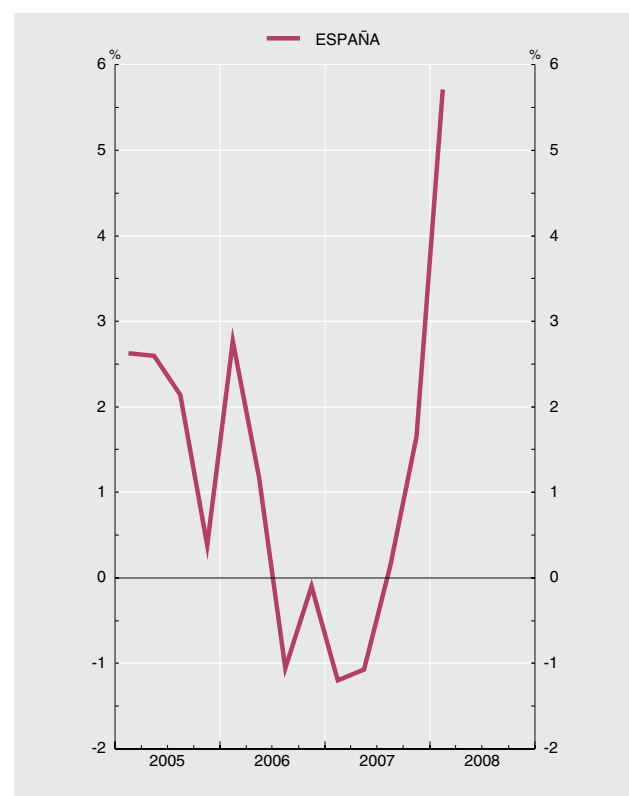
Tasas de variación interanual

		Costes laborales unitarios Total economía		Remuneración por asalariado		Productividad						Pro memoria: costes laborales unitarios manufacturas	
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	España	Zona del euro	Producto		Empleo		España (c)	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	11	12
05	P	2,5	1,0	2,8	1,8	0,4	0,8	3,6	1,8	3,2	0,9	1,9	...
06	P	2,3	0,9	3,0	2,2	0,7	1,3	3,9	2,9	3,2	1,6	0,7	...
07	P	2,7	1,5	3,6	2,4	0,8	0,9	3,8	2,7	3,0	1,8	-0,1	...
05 //	P	2,9	1,0	3,6	1,7	0,6	0,7	3,7	1,6	3,1	0,9	2,6	...
05 ///	P	2,5	0,7	2,3	1,8	-0,2	1,0	3,4	1,9	3,7	0,9	2,1	...
05 IV	P	2,6	1,1	2,8	2,2	0,2	1,1	3,7	2,1	3,5	1,0	0,4	...
06 /	P	2,8	0,8	3,1	2,1	0,3	1,3	3,7	2,6	3,4	1,3	2,8	...
06 //	P	2,4	1,2	2,7	2,4	0,3	1,2	3,8	3,0	3,6	1,7	1,2	...
06 ///	P	1,7	1,2	2,9	2,4	1,2	1,2	3,9	2,9	2,7	1,7	-1,1	...
06 IV	P	2,3	0,4	3,2	2,0	0,9	1,6	4,0	3,3	3,1	1,7	-0,1	...
07 /	P	2,7	1,0	3,4	2,4	0,8	1,5	4,1	3,2	3,3	1,8	-1,2	...
07 //	P	2,6	1,3	3,4	2,2	0,8	0,9	4,0	2,6	3,1	1,7	-1,1	...
07 ///	P	2,7	1,4	3,5	2,2	0,8	0,7	3,8	2,7	3,0	1,9	0,1	...
07 IV	P	2,9	2,4	3,8	2,7	0,9	0,4	3,5	2,2	2,5	1,8	1,7	...
08 /	P	2,9	2,4	3,9	2,9	1,0	0,5	2,7	2,1	1,7	1,5	5,7	...

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL
Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España.base 2000) y BCE.

a. España: elaborado según el SEC 95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

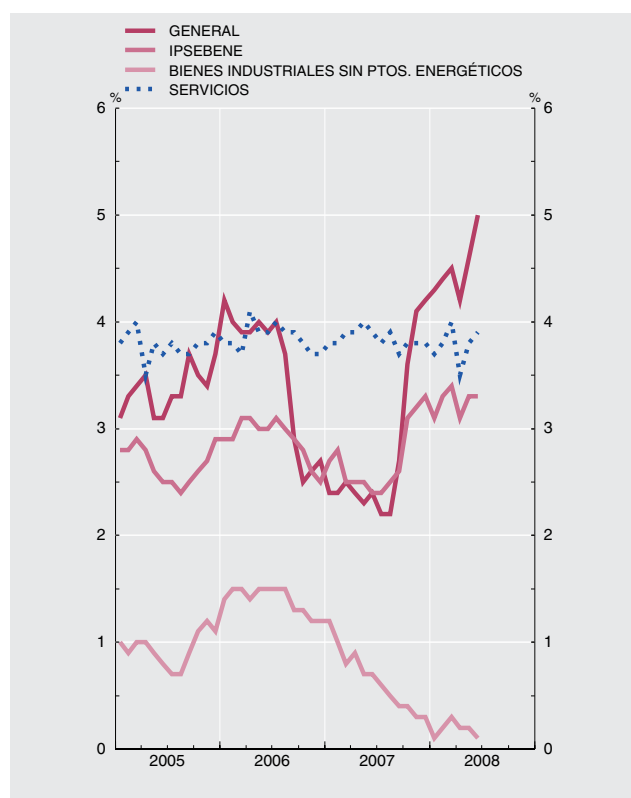
5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2006 = 100

■ Serie representada gráficamente.

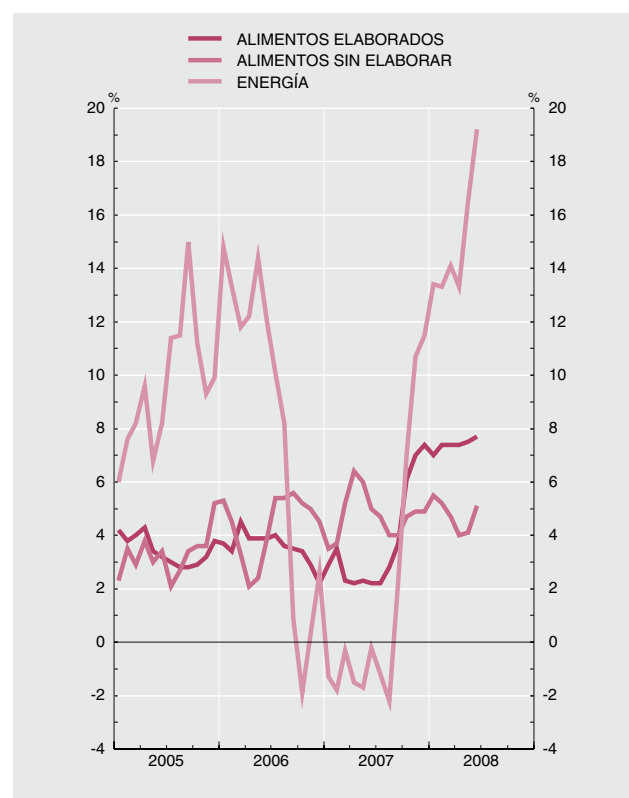
Índices y tasas de variación interanual

Índice general (100%)					Tasa de variación interanual (T ₁₂)						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)	
	Serie original	m ₁ (a)	T ₁₂ (b)	s/T _{dic} (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T ₁₂
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
05 M	96,6	—	3,4	3,7	3,3	3,5	0,9	9,6	3,8	2,7	109,9	2,9
06 M	100,0	—	3,5	2,7	4,4	3,6	1,4	8,2	3,9	2,9	108,9	-0,9
07 M	102,8	—	2,8	4,2	4,8	3,7	0,7	1,8	3,8	2,7	115,5	6,0
07 E-J	M	101,9	0,3	2,4	0,7	5,0	0,9	-1,1	3,9	2,6	115,6	-0,2
08 E-J	M	106,4	0,5	4,5	1,0	4,8	0,2	15,0	3,8	3,3	...	...
07 Mar	101,3	0,8	2,5	0,1	5,2	2,3	0,8	-0,3	3,9	2,5	115,3	1,5
Abr	102,7	1,4	2,4	1,5	6,4	2,2	0,9	-1,5	3,9	2,5	120,3	6,7
May	103,0	0,3	2,3	1,8	6,0	2,3	0,7	-1,7	4,0	2,5	116,2	0,4
Jun	103,2	0,2	2,4	2,0	5,0	2,2	0,7	-0,2	3,9	2,4	116,3	2,6
Jul	102,4	-0,7	2,2	1,3	4,7	2,2	0,6	-1,2	3,8	2,4	106,1	2,5
Ago	102,5	0,1	2,2	1,4	4,0	2,8	0,5	-2,2	3,9	2,5	108,0	5,1
Sep	102,9	0,3	2,7	1,7	4,0	3,7	0,4	2,3	3,7	2,6	112,7	12,1
Oct	104,2	1,3	3,6	3,0	4,7	6,1	0,4	7,0	3,8	3,1	116,0	13,8
Nov	105,0	0,7	4,1	3,8	4,9	7,0	0,3	10,7	3,8	3,2	124,6	15,7
Dic	105,4	0,4	4,2	4,2	4,9	7,4	0,3	11,5	3,8	3,3	125,8	17,6
08 Ene	104,7	-0,6	4,3	-0,6	5,5	7,0	0,1	13,4	3,7	3,1	124,2	11,1
Feb	104,9	0,2	4,4	-0,5	5,2	7,4	0,2	13,3	3,8	3,3	122,1	7,3
Mar	105,8	0,9	4,5	0,4	4,7	7,4	0,3	14,1	4,0	3,4	127,4	10,5
Abr	107,0	1,1	4,2	1,5	4,0	7,4	0,2	13,3	3,5	3,1	130,6	8,5
May	107,7	0,7	4,6	2,2	4,1	7,5	0,2	16,5	3,8	3,3	133,9	15,2
Jun	108,3	0,6	5,0	2,8	5,1	7,7	0,1	19,2	3,9	3,3	...	...

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, Ministerio de Medio Ambiente y Medio Rural y Marino y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadros 2 y 8.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

b. Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre.

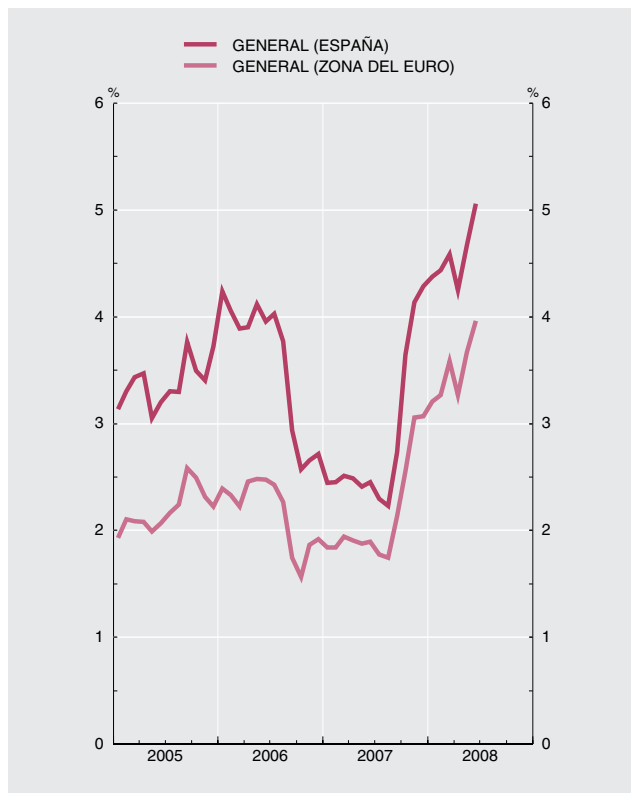
5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

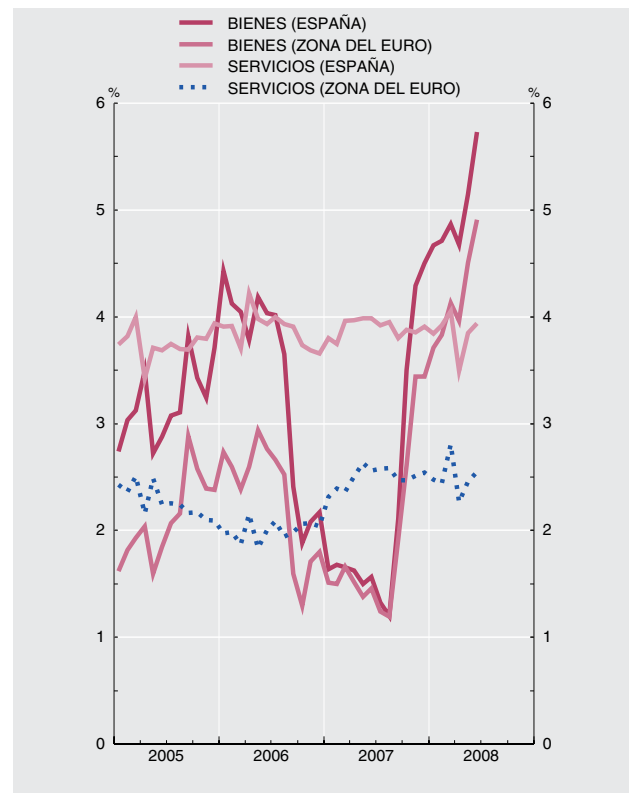
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes														Servicios	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía			
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
05	M	3,4	2,2	3,2	2,1	3,4	1,6	3,5	2,0	3,3	0,8	3,1	2,4	1,0	0,3	9,7	10,1	3,8	2,3
06	M	3,6	2,2	3,4	2,3	3,9	2,4	3,9	2,1	3,9	2,8	3,1	2,3	1,5	0,6	8,0	7,7	3,9	2,0
07	M	2,8	2,1	2,2	1,9	4,1	2,8	3,9	2,8	4,3	3,0	1,0	1,4	0,7	1,0	1,7	2,6	3,9	2,5
07 E-J	M	2,5	1,9	1,6	1,5	3,4	2,5	2,4	2,0	4,4	3,2	0,5	1,0	1,0	1,1	-1,1	0,8	3,9	2,5
08 E-J	MP	4,6	3,5	5,0	4,2	6,6	5,5	8,7	6,7	4,4	3,6	4,0	3,5	0,3	0,8	15,0	12,2	3,8	2,5
07 Mar		2,5	1,9	1,7	1,7	3,3	2,3	2,0	1,9	4,6	2,9	0,6	1,4	0,9	1,2	-0,3	1,8	4,0	2,4
Abr		2,5	1,9	1,6	1,5	3,6	2,7	1,9	1,9	5,4	3,9	0,4	1,0	0,9	1,1	-1,4	0,4	4,0	2,5
May		2,4	1,9	1,5	1,4	3,5	2,4	2,0	1,9	5,2	3,1	0,2	0,9	0,8	1,0	-1,6	0,3	4,0	2,6
Jun		2,5	1,9	1,6	1,5	3,2	2,4	2,0	2,0	4,4	3,0	0,5	1,0	0,7	1,0	-0,2	0,9	4,0	2,6
Jul		2,3	1,8	1,3	1,2	3,0	2,3	1,9	1,9	4,2	2,8	0,2	0,7	0,6	0,9	-1,2	-	3,9	2,6
Ago		2,2	1,7	1,2	1,2	3,2	2,5	2,8	2,5	3,7	2,4	-0,1	0,6	0,5	1,0	-2,1	-0,9	4,0	2,6
Sep		2,7	2,1	2,1	1,9	3,8	2,7	3,9	3,1	3,7	2,1	1,0	1,5	0,4	1,0	2,3	3,0	3,8	2,5
Oct		3,6	2,6	3,5	2,6	5,6	3,5	7,0	3,8	4,3	3,1	2,1	2,1	0,4	1,1	7,0	5,5	3,9	2,5
Nov		4,1	3,1	4,3	3,4	6,3	4,0	8,2	4,6	4,4	3,0	3,0	3,2	0,4	1,1	10,6	9,7	3,9	2,5
Dic		4,3	3,1	4,5	3,4	6,6	4,3	8,6	5,1	4,5	3,1	3,2	3,0	0,4	1,0	11,4	9,2	3,9	2,5
08 Ene		4,4	3,2	4,7	3,7	6,5	4,9	8,2	5,9	4,9	3,3	3,6	3,1	0,3	0,7	13,4	10,6	3,8	2,5
Feb		4,4	3,3	4,7	3,8	6,7	5,2	8,6	6,5	4,7	3,3	3,6	3,1	0,3	0,8	13,2	10,4	3,9	2,4
Mar		4,6	3,6	4,9	4,1	6,6	5,6	8,8	6,8	4,3	3,8	3,9	3,4	0,4	0,9	14,1	11,2	4,1	2,8
Abr		4,2	3,3	4,7	4,0	6,3	5,4	8,8	7,0	3,9	3,1	3,6	3,2	0,3	0,8	13,3	10,8	3,5	2,3
May		4,7	3,7	5,2	4,5	6,4	5,8	8,8	6,9	4,0	3,9	4,3	3,9	0,2	0,7	16,5	13,7	3,8	2,5
Jun	P	5,1	4,0	5,7	4,9	6,8	5,8	9,0	7,0	4,6	3,9	5,0	4,5	0,2	0,7	19,1	16,0	3,9	2,5

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL
Tasas de variación interanual



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

a. Se ha completado el cumplimiento del Reglamento sobre el tratamiento de las reducciones de precios con la inclusión de los precios rebajados en los IAPC de Italia y España. En el IAPC de España se ha incorporado una nueva cesta de la compra desde enero de 2001. De acuerdo con los Reglamentos al respecto, se han revisado las series correspondientes al año 2001. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red (www.europa.eu.int)

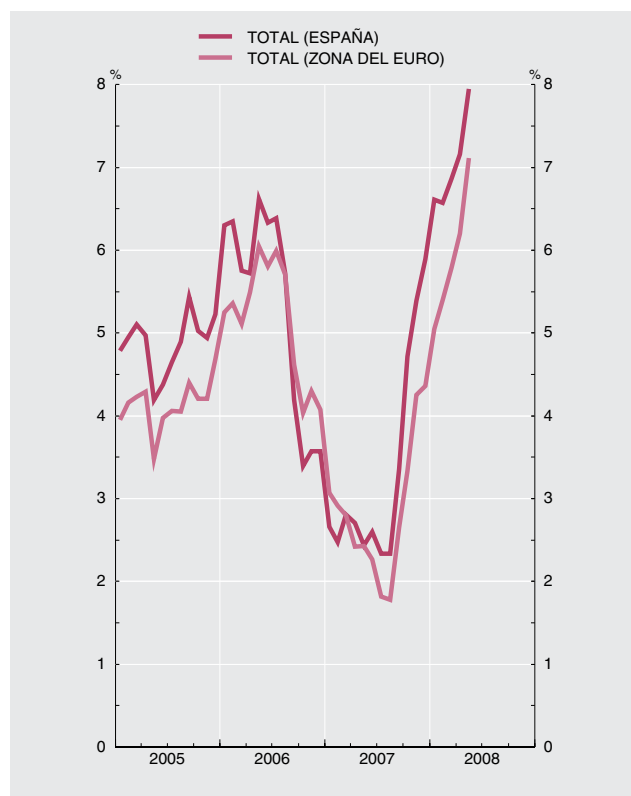
5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

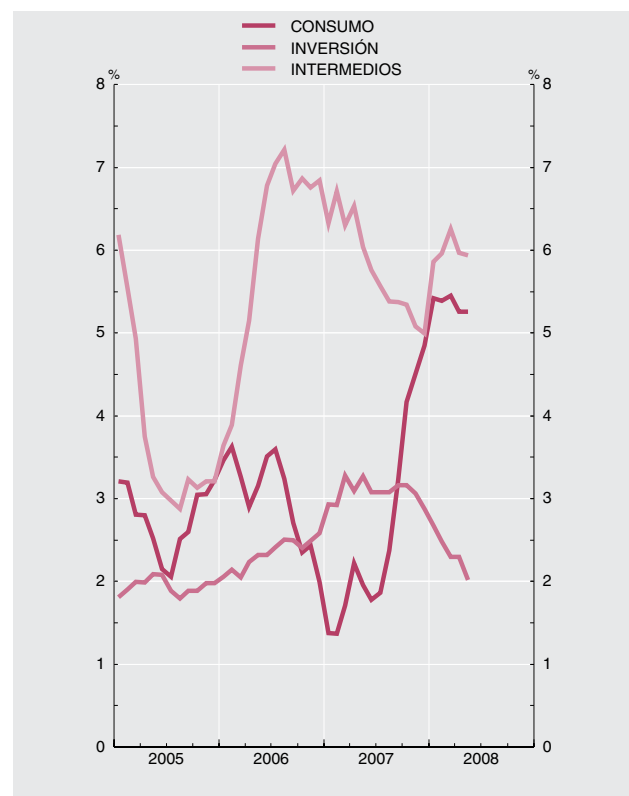
Tasas de variación interanual

		General (100%)			Consumo (32,1%)		Inversión (18,3%)		Intermedios (31,6%)		Energía (18,0%)		Pro memoria: zona del euro				
		Serie original	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	Total	Consumo	Inversión	Intermedios	Energía
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
05	MP	112,7	—	4,9	—	2,8	—	1,9	—	3,8	—	14,0	4,1	1,1	1,4	2,9	13,6
06	MP	118,6	—	5,3	—	3,0	—	2,3	—	6,0	—	11,0	5,1	1,7	1,4	4,8	13,6
07	MP	122,6	—	3,3	—	2,6	—	3,1	—	5,8	—	0,8	2,8	2,3	1,8	4,8	1,8
07 E-M	MP	120,8	—	2,6	—	1,7	—	3,1	—	6,4	—	-2,1	2,7	1,6	2,0	5,8	0,6
08 E-M	MP	129,3	—	7,0	—	5,4	—	2,4	—	6,0	—	15,8	5,9	4,5	1,6	4,2	13,6
07 Feb	P	120,2	0,6	2,5	0,6	1,4	0,4	2,9	1,2	6,7	-0,4	-2,5	2,9	1,6	2,1	5,9	1,0
Mar	P	120,9	0,6	2,8	0,3	1,7	0,4	3,3	0,5	6,3	1,2	-1,6	2,8	1,5	2,0	5,8	0,9
Abr	P	121,5	0,5	2,7	0,5	2,2	0,1	3,1	0,7	6,5	0,7	-2,6	2,4	1,7	2,0	5,8	-0,7
May	P	122,1	0,5	2,4	0,1	2,0	0,4	3,3	0,6	6,0	1,0	-2,8	2,4	1,7	2,0	5,4	-0,1
Jun	P	122,3	0,2	2,6	0,1	1,8	-	3,1	0,2	5,8	0,6	-1,4	2,3	1,6	1,9	5,1	-0,5
Jul	P	122,7	0,3	2,3	0,2	1,9	0,1	3,1	0,2	5,6	0,8	-2,6	1,8	1,9	1,7	4,5	-1,9
Ago	P	122,9	0,2	2,3	0,4	2,4	0,1	3,1	0,2	5,4	-0,4	-2,9	1,8	2,4	1,7	4,2	-2,0
Sep	P	123,3	0,3	3,4	0,5	3,2	0,2	3,2	0,2	5,4	0,5	0,8	2,7	2,9	1,6	4,0	1,7
Oct	P	124,4	0,9	4,7	0,9	4,2	0,1	3,2	0,5	5,3	2,4	6,1	3,3	3,4	1,5	3,9	4,3
Nov	P	125,2	0,6	5,4	0,3	4,5	0,1	3,1	-	5,1	2,7	9,8	4,3	3,7	1,5	3,6	8,1
Dic	P	125,8	0,5	5,9	0,3	4,8	-	2,9	-	5,0	1,7	11,6	4,4	4,0	1,5	3,5	8,6
08 Ene	P	127,4	1,3	6,6	1,0	5,4	0,8	2,7	1,6	5,9	1,8	13,3	5,1	4,3	1,4	3,8	10,8
Feb	P	128,1	0,5	6,6	0,6	5,4	0,3	2,5	1,2	6,0	-0,4	13,3	5,4	4,3	1,5	4,2	11,7
Mar	P	129,2	0,9	6,9	0,4	5,5	0,3	2,3	0,8	6,3	2,4	14,6	5,8	4,7	1,5	4,4	12,7
Abr	P	130,2	0,8	7,2	0,3	5,3	0,1	2,3	0,5	6,0	2,3	16,5	6,2	4,5	1,7	4,3	14,5
May	P	131,8	1,2	7,9	0,1	5,3	0,1	2,0	0,5	5,9	5,1	21,2	7,1	4,5	1,8	4,3	18,2

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadro 3.

a. España: base 2000 = 100; zona del euro: base 2000 = 100.

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

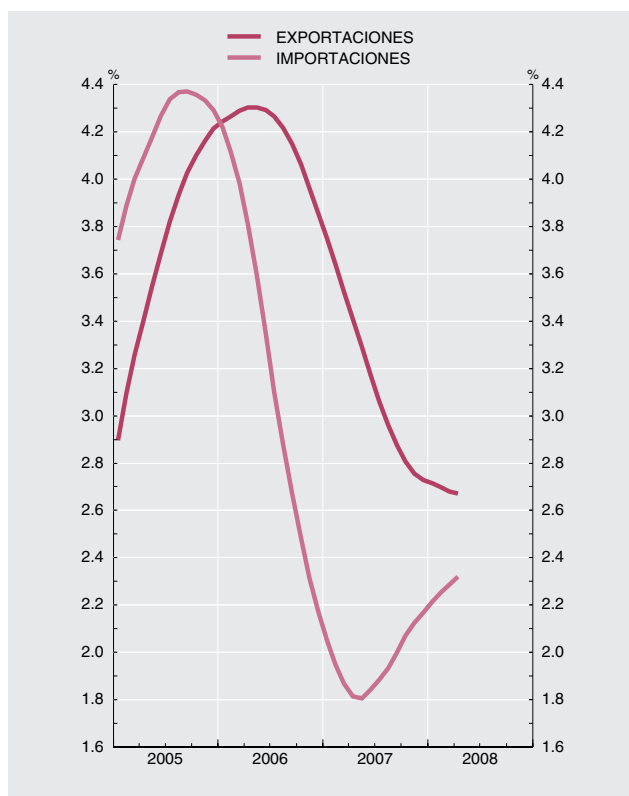
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

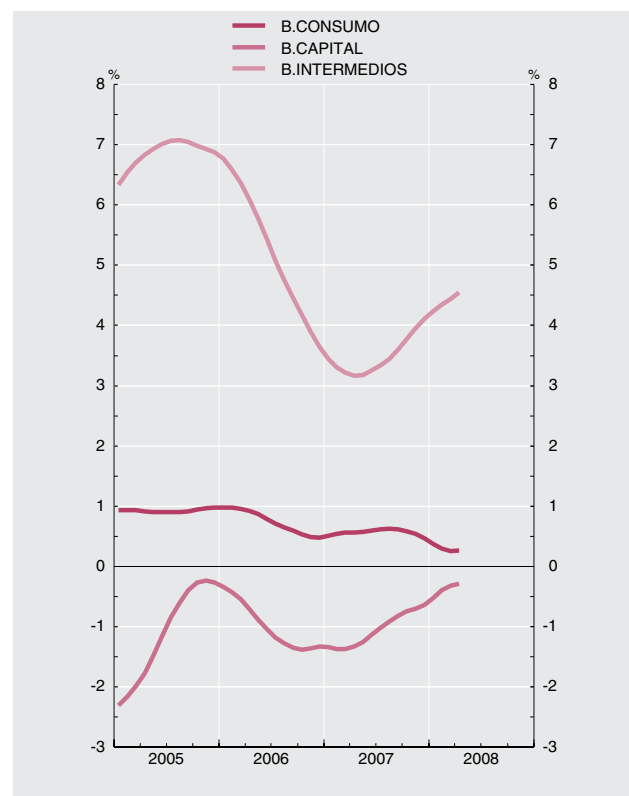
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones					
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
05	4,7	1,9	6,3	6,6	34,1	5,0	5,1	1,1	1,0	8,1	26,2	3,5
06	4,8	3,7	3,0	6,1	18,0	5,6	3,4	-0,1	-1,7	6,1	21,5	2,1
07	2,5	2,4	-0,8	3,3	2,0	3,3	1,0	1,2	-2,3	1,6	-1,0	2,9
07 E-A	3,5	3,5	0,0	4,2	-10,7	5,6	0,3	3,4	-3,3	-0,5	-7,5	2,7
08 E-A	2,6	2,9	1,4	2,5	35,6	0,2	3,3	-2,4	5,1	5,4	25,7	-2,2
06 Nov	3,4	3,2	-4,7	5,3	6,0	6,3	0,2	-5,4	-0,7	2,8	1,6	4,0
Dic	3,9	2,1	8,3	4,7	-2,8	4,7	1,2	-2,2	4,1	2,1	7,7	0,5
07 Ene	3,3	1,4	3,2	4,6	-4,8	5,6	0,8	8,6	0,8	-3,2	-5,9	-1,2
Feb	4,5	4,9	-2,3	5,5	-13,7	7,0	0,5	1,9	-4,0	1,0	-10,2	5,1
Mar	3,9	3,6	4,2	4,0	-12,3	5,5	1,9	1,8	-4,1	3,2	-6,6	7,1
Abr	2,5	4,4	-5,4	2,9	-12,4	4,3	-2,0	1,1	-5,9	-2,6	-7,6	0,0
May	3,4	2,3	-2,9	5,4	-6,9	6,4	-2,5	-2,5	-4,1	-2,2	-13,1	1,7
Jun	4,0	5,1	1,9	3,6	-2,7	4,2	3,1	1,6	-2,5	4,9	-1,8	7,0
Jul	1,9	0,5	0,3	3,2	-8,9	4,0	1,8	0,3	2,7	2,3	-3,8	4,9
Ago	1,6	1,1	-0,4	2,3	15,8	0,2	-0,6	5,5	-3,2	-2,7	-8,1	0,4
Sep	2,2	0,7	2,7	3,3	13,3	2,5	2,8	0,5	3,4	4,0	2,2	4,8
Oct	1,1	-0,6	-0,5	2,8	11,5	1,7	2,1	0,8	-1,1	3,2	6,5	2,6
Nov	1,5	1,0	-4,4	3,0	17,0	1,0	6,5	5,3	5,0	7,3	23,0	3,5
Dic	0,4	4,8	-6,3	-0,7	27,2	-2,1	2,1	-10,9	-14,3	4,5	13,3	-0,1
08 Ene	3,8	7,0	2,5	1,7	21,3	0,2	5,4	-0,4	3,4	8,0	25,5	0,1
Feb	4,2	3,9	0,7	5,0	46,2	2,9	2,7	-4,6	4,8	5,5	28,8	0,1
Mar	0,6	1,5	-0,1	0,2	37,2	-2,9	0,9	-4,6	0,2	3,0	25,0	-7,4
Abr	1,7	-1,0	2,4	3,2	38,5	0,6	4,4	-0,0	12,3	4,9	23,7	-1,7

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES (a)



ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS (a)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 6 y 7.

a. Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS).

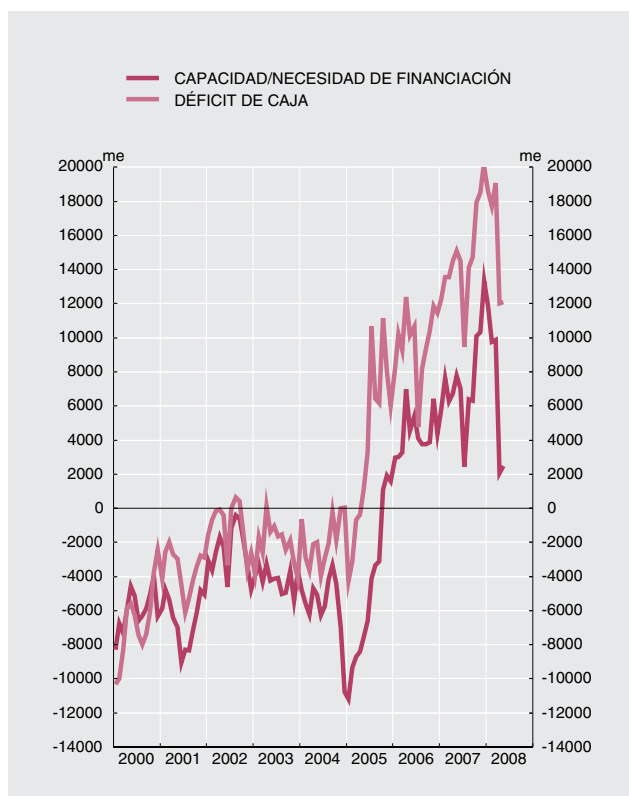
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

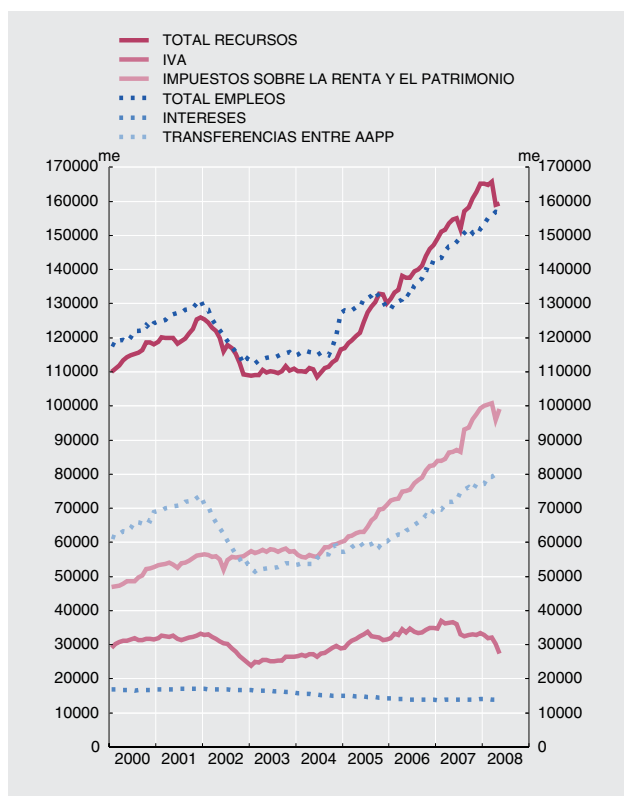
Millones de euros

		Capaci- dad (+) o necesidad (-) de finan- ciación	Recursos corrientes y de capital					Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja			
			Total	Impues- to sobre el valor añadido (IVA)	Otros impues- tos so- bre los produc- tos y sobre importa- ciones excepto IVA	Interes- y otras rentas de la propie- dad	Impues- to sobre la renta y el patrimo- nio	Resto	Total	Remu- nación de asalari- ados	Interes- es	Trans- feren- cias corrien- tes y de capital entre Adminis- traciones Públicas	Ayudas a la inver- sión y otras transfe- rencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingre- sos líquidos	Pagos líquidos
		1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14 = 15-16	15	16
99		-7 303	109 643	29 002	16 408	6 059	46 909	11 265	116 946	15 013	16 958	60 249	3 750	20 976	-6 354	110 370	116 724
00		-6 330	118 005	31 566	17 171	5 419	52 671	11 178	124 335	12 881	16 817	68 917	4 336	21 384	-2 431	118 693	121 124
01		-5 076	126 032	33 160	17 838	7 335	56 312	11 387	131 108	12 890	17 031	73 716	4 269	23 202	-2 884	125 193	128 077
02		-4 780	109 142	24 701	11 431	5 614	56 616	10 780	113 922	13 526	16 652	53 800	4 596	25 348	-2 626	108 456	111 082
03		-3 692	111 008	26 542	10 918	5 089	57 398	11 061	114 700	13 966	15 890	53 259	4 009	27 576	-4 132	109 655	113 787
04		-10 762	116 577	28 947	10 991	4 730	60 054	11 855	127 339	14 831	15 060	57 177	8 760	31 511	59	114 793	114 734
05		1 590	130 171	31 542	11 068	4 401	70 986	12 174	128 581	15 665	14 343	60 311	5 122	33 140	6 022	128 777	122 755
06	P	4 362	147 201	34 929	11 331	5 261	82 541	13 139	142 839	16 883	13 820	69 299	5 846	36 991	11 471	141 847	130 375
07	P	13 323	165 171	33 334	12 948	6 838	99 265	12 786	151 848	18 096	13 986	76 885	5 431	37 450	20 135	159 840	139 704
07 E-M	P	13 600	66 236	23 493	5 015	2 458	31 131	4 139	52 636	6 621	5 753	27 858	1 553	10 851	11 220	65 523	54 303
08 E-M	A	2 747	60 351	17 563	5 029	2 601	31 033	4 125	57 604	7 021	5 675	30 623	1 518	12 767	3 185	59 923	56 738
07 Sep	P	484	12 199	3 283	1 214	354	5 986	1 362	11 715	1 364	1 150	6 108	278	2 815	2 942	11 870	8 929
Oct	P	15 331	26 994	6 751	1 000	242	18 407	594	11 663	1 345	1 210	6 229	389	2 490	14 910	26 804	11 894
Nov	P	-2 413	10 835	1 205	1 185	1 222	6 126	1 097	13 248	1 333	1 131	7 448	275	3 061	-975	10 080	11 055
Dic	P	-11 938	13 359	681	1 060	1 253	7 528	2 837	25 297	2 536	1 185	8 779	2 084	10 713	-3 968	11 432	15 400
08 Ene	A	1 438	11 089	-943	945	333	10 608	146	9 651	1 298	1 202	5 380	5	1 766	-5 290	12 833	18 123
Feb	A	7 951	20 249	14 649	1 193	211	3 805	391	12 298	1 336	1 058	6 785	155	2 964	9 121	18 802	9 680
Mar	A	-6 099	6 960	499	872	1 079	3 085	1 425	13 059	1 558	1 138	6 733	613	3 017	-2 559	6 546	9 105
Abr	A	5 636	17 827	5 961	953	815	9 437	661	12 191	1 417	1 113	6 408	550	2 703	7 104	18 065	10 961
May	A	-6 179	4 226	-2 603	1 066	163	4 098	1 502	10 405	1 412	1 164	5 317	195	2 317	-5 191	3 678	8 868

ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA
(Suma móvil 12 meses)



ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL
(Suma móvil 12 meses)



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

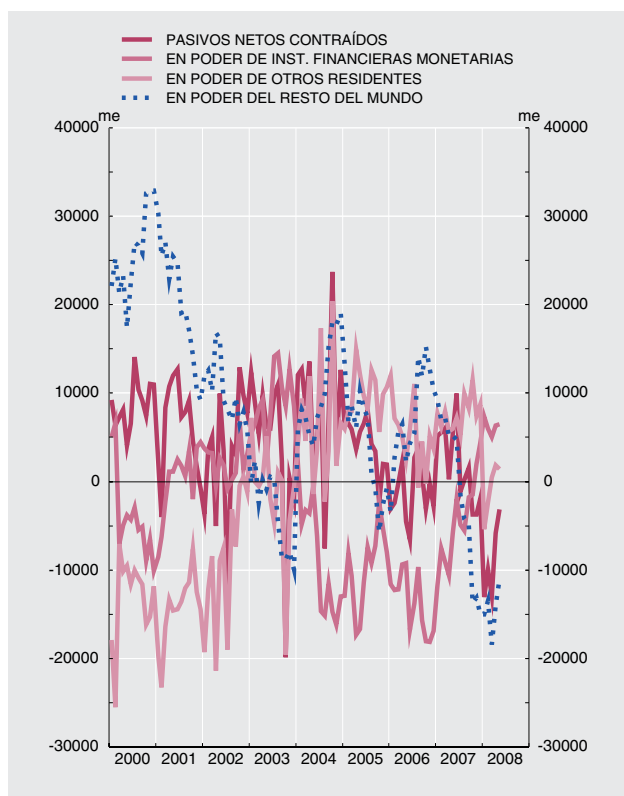
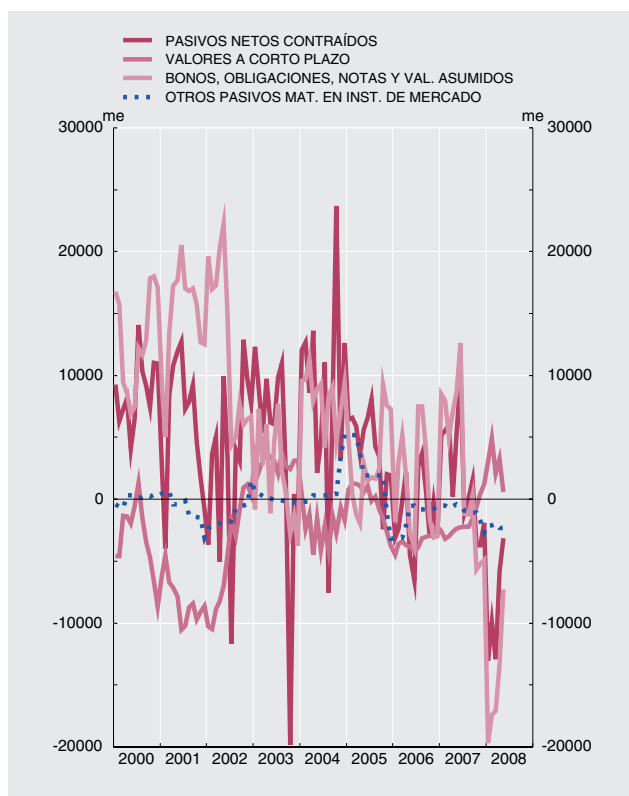
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Capaci- dad (+) o necesidad (-) de fi- nancia- ción	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos										Contra- ción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendien- tes de pago)	
				Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida				
		Del cual	En monedas distin- tas de la peseta/ euro			Valores a corto plazo	Bonos, obliga- ciones, notas y valores asumidos	Crédi- tos del Banco de España	Otros pasivos materia- lizados en ins- trumen- tos de mercado (a)	Otras cuentas pendien- tes de pago	En poder de sectores residentes				Resto del mundo
				Total	Total						Institu- ciones financie- rias moneta- rias	Otros sectores residen- tes			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
99	-7 303	4 264	4 574	11 567	209	-6 629	19 592	-499	-446	-451	-10 458	-7 605	-2 853	22 026	12 018
00	-6 330	4 625	5 690	10 955	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 727	-21 968	-10 117	-11 851	32 924	8 228
01	-5 076	-5 852	-20 141	-776	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 081	-9 982	4 424	-14 406	9 206	305
02	-4 780	2 942	-95	7 722	-888	346	6 655	-486	1 488	-280	1 932	3 148	-1 215	5 790	8 002
03	-3 692	-5 749	0	-2 057	-135	3 146	-3 761	-486	-281	-675	7 918	8 524	-606	-9 975	-1 381
04	-10 762	1 872	-0	12 634	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 204	188	-6 341	-12 978	6 637	18 975	12 446
05	1 590	3 505	0	1 915	-1 910	-3 771	7 276	-486	-3 180	2 076	2 673	-8 026	10 699	-758	-161
06	P 4 362	1 549	-200	-2 813	175	-2 198	-2 976	-486	-536	3 382	-13 170	-16 867	3 698	10 357	-6 195
07	P 13 323	11 420	65	-1 903	-120	1 206	-4 916	-519	-2 701	5 027	13 124	4 393	8 730	-15 026	-6 930
07 E-M	P 13 600	16 806	6 900	3 206	18	308	5 978	-519	-181	-2 379	2 072	-54	2 126	1 135	5 585
08 E-M	A 2 747	4 686	-63	1 939	2 374	-335	3 625	-583	195	-962	-3 165	2 029	-5 194	5 104	2 901
07 Sep	P 484	6 829	97	6 345	3	2 598	4 001	-	-195	-59	4 569	3 144	1 425	1 776	6 404
Oct	P 15 331	2 372	1 800	-12 959	4	-1 216	-12 685	-	18	924	-5 174	-3 165	-2 009	-7 785	-13 883
Nov	P -2 413	2 265	-1 908	4 678	-115	2 834	2 746	-	-625	-278	3 713	3 976	-263	964	4 955
Dic	P -11 938	-6 626	78	5 312	8	-1 062	2 581	-	-960	4 753	7 821	1 997	5 824	-2 510	559
08 Ene	A 1 438	-7 629	10	-9 067	8	3 403	-14 642	-	617	1 554	-9 179	241	-9 420	112	-10 621
Feb	A 7 951	9 342	25	1 391	7	-1 131	5 433	-	-12	-2 899	-626	1 015	-1 641	2 017	4 290
Mar	A -6 099	-3 496	0	2 603	3	-617	1 008	-	-96	2 308	4 937	-1 080	6 017	-2 334	295
Abr	A 5 636	6 815	2	1 179	-10	-1 462	4 706	-583	-311	-1 170	-2 200	-2 957	757	3 379	2 349
May	A -6 179	-346	-99	5 833	2 365	-528	7 119	-	-4	-754	3 903	4 811	-908	1 930	6 587

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS
(Suma móvil 12 meses)

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR SECTORES DE CONTRAPARTIDA
(Suma móvil de 12 meses)



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

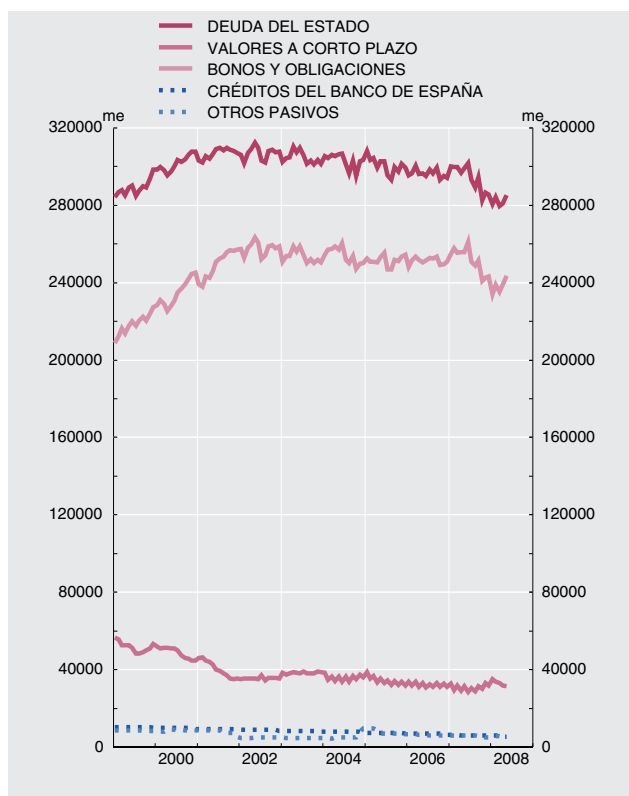
6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)										Pro memoria:	
Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Por instrumentos					Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Avalés prestados (saldo vivo)
	En monedas distintas de la peseta/ del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes			Resto del mundo			
						Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
95	232 754	19 362	71 070	132 463	11 050	18 171	180 408	385	180 023	52 731	9 379	6 059
96	263 972	20 434	81 084	152 302	10 814	19 772	210 497	529	209 969	54 003	15 195	8 185
97	274 176	23 270	71 730	180 566	10 578	11 303	211 538	445	211 093	63 083	9 829	7 251
98	284 161	30 048	59 939	205 189	10 341	8 691	215 207	305	214 902	69 258	10 273	6 412
99	298 384	7 189	53 142	227 157	9 843	8 243	207 465	150	207 315	91 070	14 846	5 310
00	307 726	8 197	44 575	245 255	9 344	8 552	188 488	1 187	187 301	120 424	20 536	5 430
01	306 895	7 611	35 413	257 192	8 845	5 445	179 123	2 018	177 105	129 791	395	5 460
02	307 610	5 823	35 459	258 877	8 359	4 914	177 561	6 831	170 730	136 880	300	6 819
03	301 476	5 105	38 702	250 337	7 873	4 564	192 399	10 952	181 447	120 029	300	6 821
04	303 254	3 267	35 996	250 125	7 388	9 746	182 967	19 412	163 554	139 700	300	7 186
05	299 578	2 154	31 647	254 442	6 902	6 588	178 398	22 810	155 588	143 990	300	6 020
06	P 294 223	515	31 060	250 702	6 416	6 046	163 603	21 897	141 706	152 517	100	5 794
07 Ago	P 289 325	384	28 738	248 837	5 832	5 917	167 392	25 689	141 703	147 622	98	6 106
Sep	P 294 478	373	31 334	251 589	5 832	5 723	169 508	25 818	143 690	150 788	195	6 193
Oct	P 282 566	373	30 122	240 871	5 832	5 740	161 472	24 536	136 937	145 629	1 995	6 277
Nov	P 286 465	364	32 954	242 563	5 832	5 116	165 687	24 536	141 151	145 313	87	6 207
Dic	P 285 570	355	31 614	243 159	5 832	4 965	170 996	25 669	145 327	140 243	165	6 162
08 Ene	A 280 457	348	35 024	234 018	5 832	5 582	164 492	24 609	139 883	140 574	174	6 123
Feb	A 284 292	340	33 878	239 010	5 832	5 571	166 325	24 609	141 715	142 576	199	6 121
Mar	A 279 742	327	33 244	235 191	5 832	5 475	167 944	28 416	139 528	140 214	199	6 072
Abr	A 281 023	76	31 880	238 730	5 249	5 164	166 099	28 314	137 785	143 238	202	5 939
May	A 285 292	76	31 360	243 522	5 249	5 160	169 485	28 507	140 977	144 315	102	...

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

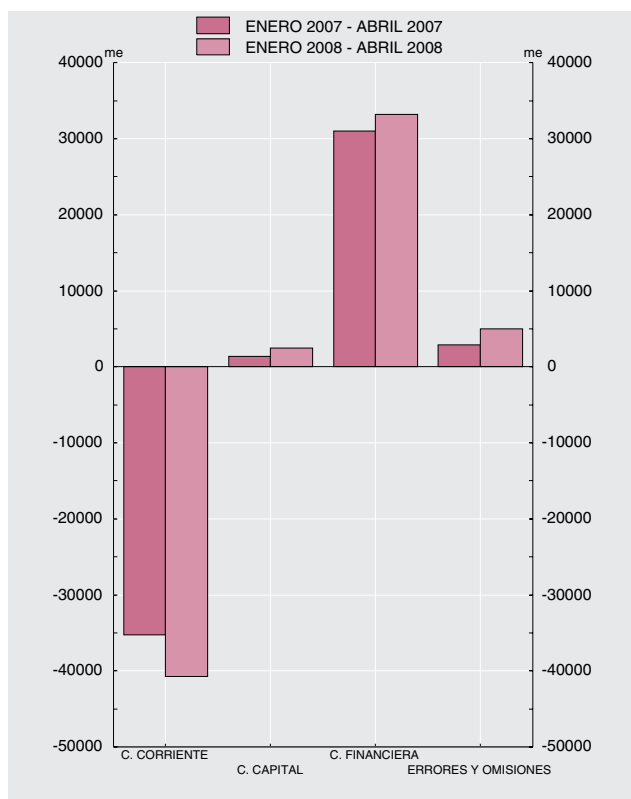
7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

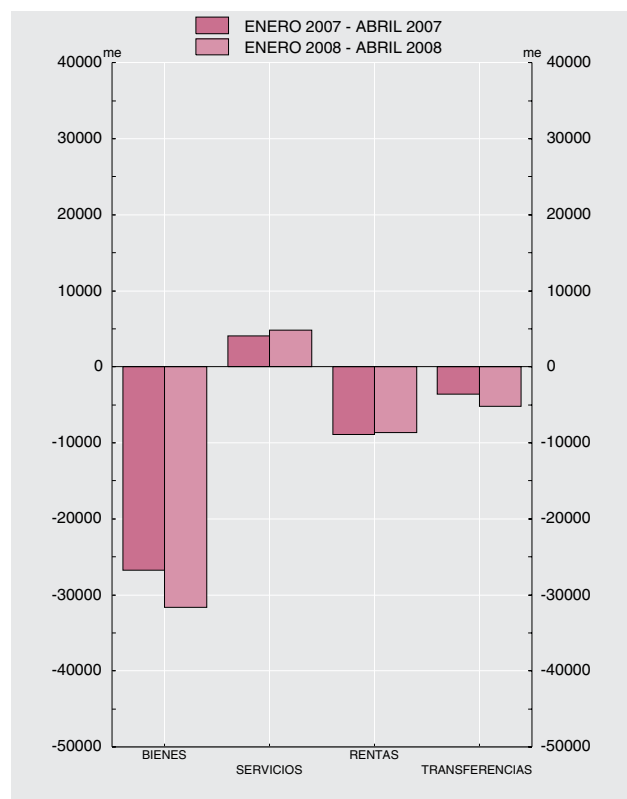
Millones de euros

Cuenta corriente (a)																	
Total (saldo)	Bienes			Servicios					Rentas			Transfe- ren- cias co- rrien- tes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omisio- nes	
	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos						
					Del cual		Del cual										
					Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes									
1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)	
05	-66 860	-68 603	157 978	226 581	22 240	76 247	38 558	54 008	12 125	-17 103	31 870	48 974	-3 393	8 180	-58 679	60 818	-2 139
06	-87 715	-83 272	175 883	259 154	22 335	84 732	40 715	62 397	13 266	-20 581	44 382	64 963	-6 198	6 196	-81 519	83 276	-1 757
07	P-105 893	-89 805	187 194	276 999	22 152	94 151	42 171	71 999	14 360	-31 507	52 913	84 420	-6 733	4 516	-101 378	97 633	3 744
07 E-A	P -35 245	-26 788	61 519	88 307	4 031	26 010	10 488	21 979	4 208	-8 885	16 027	24 912	-3 603	1 383	-33 862	30 977	2 885
08 E-A	P -40 720	-31 653	67 652	99 304	4 849	28 334	10 804	23 485	4 401	-8 681	19 131	27 812	-5 235	2 460	-38 260	33 231	5 029
07 Ene	P -8 891	-6 862	14 434	21 296	1 013	6 569	2 690	5 556	1 100	-2 443	4 025	6 468	-599	1 260	-7 631	6 512	1 119
Feb	P -10 435	-6 098	15 373	21 471	702	5 862	2 293	5 160	1 037	-3 214	3 317	6 531	-1 825	133	-10 302	10 668	-365
Mar	P -7 311	-6 862	16 866	23 728	1 318	7 060	2 812	5 742	1 017	-1 501	4 393	5 894	-267	-288	-7 599	6 471	1 128
Abr	P -8 608	-6 966	14 846	21 812	998	6 518	2 694	5 520	1 054	-1 727	4 292	6 019	-913	278	-8 330	7 326	1 004
May	P -8 493	-7 131	16 542	23 673	2 002	7 493	3 342	5 491	841	-2 776	4 327	7 103	-588	238	-8 254	8 868	-614
Jun	P -7 263	-7 548	16 627	24 175	2 380	8 483	4 114	6 102	1 317	-1 930	6 488	8 418	-166	100	-7 163	6 878	285
Jul	P -10 027	-7 911	15 796	23 707	3 481	10 274	5 070	6 793	1 381	-4 672	4 276	8 948	-925	258	-9 769	8 834	935
Ago	P -7 515	-7 082	12 530	19 612	3 525	9 679	5 357	6 154	1 584	-3 124	3 178	6 302	-834	101	-7 414	9 778	-2 363
Sep	P -8 467	-7 615	15 358	22 973	2 809	8 931	4 578	6 122	1 375	-2 540	3 747	6 287	-1 122	148	-8 320	9 464	-1 145
Oct	P -9 023	-8 445	17 248	25 693	2 317	8 919	4 020	6 602	1 350	-1 766	5 005	6 771	-1 129	838	-8 185	9 282	-1 097
Nov	P -10 803	-7 904	17 094	24 999	972	7 177	2 799	6 205	1 230	-3 004	3 697	6 701	-867	289	-10 515	9 257	1 258
Dic	P -9 057	-9 382	14 479	23 861	635	7 185	2 404	6 550	1 076	-2 810	6 168	8 978	2 500	1 162	-7 895	4 295	3 600
08 Ene	P -11 879	-8 374	15 431	23 806	1 297	7 418	2 759	6 121	1 138	-3 553	4 689	8 243	-1 249	1 234	-10 645	8 911	1 734
Feb	P -8 807	-7 318	17 209	24 527	1 025	6 891	2 449	5 866	1 202	-853	5 131	5 985	-1 661	621	-8 187	7 152	1 034
Mar	P -11 307	-8 762	16 434	25 196	1 154	6 851	2 975	5 697	1 065	-2 365	4 656	7 021	-1 333	347	-10 960	8 976	1 984
Abr	P -8 727	-7 198	18 578	25 776	1 372	7 174	2 621	5 801	996	-1 910	4 655	6 564	-992	258	-8 469	8 191	277

RESUMEN



DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Un signo positivo para los saldos de la cuenta corriente y de capital significa superávit (ingresos mayores que pagos) y, por tanto, un préstamo neto al exterior (aumento de la posición acreedora o disminución de la posición deudora).

b. Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera (variación de pasivos mayor que la variación de activos) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

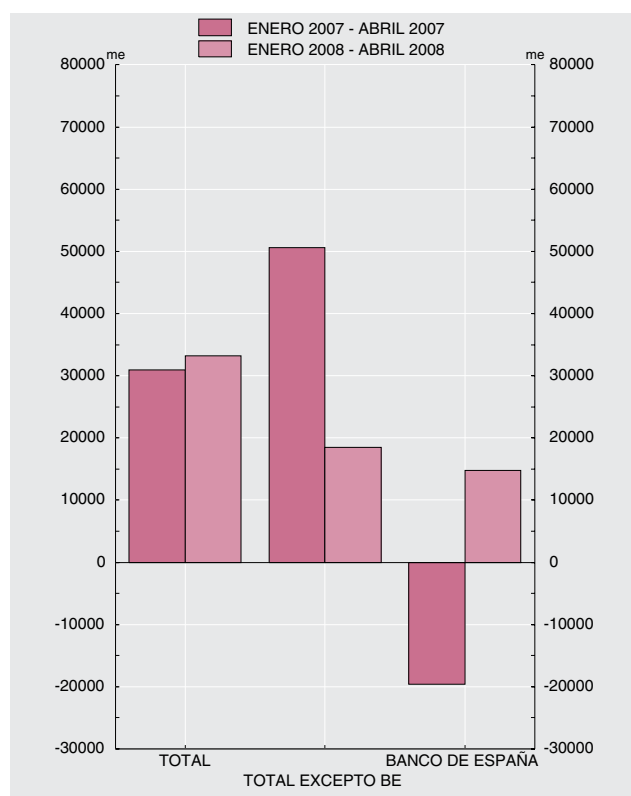
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

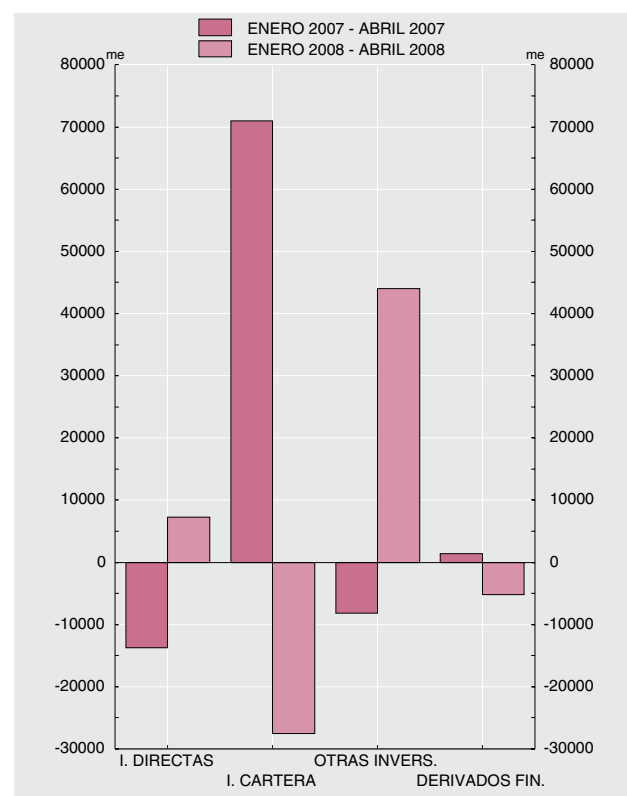
Millones de euros

	Cuenta finan- ciera (VNP- VNA) 1= 2+13	Total, excepto Banco de España											Banco de España				
		Total (VNP- VNA) 2=3+6+ 9+12	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Deri- vados finan- cieros netos (VNP- VNA) 12	Total (VNP- VNA) 13=14+ 15+16	Reser- vas (e) 14	Activos netos frente al Euro- sistema (e) 15	Otros acti- vos netos (VNP- VNA) 16	
			Saldo (VNP- VNA) 3=5-4	De España en el exterior (VNA) 4	Del exterior en España (VNP) (b) 5	Saldo (VNP- VNA) 6=8-7	De España en el exterior (VNA) 7	Del exterior en España (VNP) (c) 8	Saldo (VNP- VNA) 9=11-10	De España en el exterior (VNA) 10	Del exterior en España (VNP) 11						
05		60 818	62 932	-13 517	33 636	20 119	58 734	79 741	138 475	17 349	47 253	64 601	366	-2 114	1 439	14 855	-18 409
06		83 276	109 076	-58 479	79 913	21 434	200 030	-4 092	195 938	-34 393	68 601	34 208	1 919	-25 800	-480	-12 327	-12 993
07	P	97 633	83 311	-49 518	91 722	42 205	103 804	-8 250	95 554	35 718	58 566	94 284	-6 693	14 322	-164	28 329	-13 843
07 E-A	P	30 977	50 556	-13 723	21 168	7 444	70 996	10 946	81 942	-8 148	21 855	13 707	1 432	-19 579	26	-15 282	-4 323
08 E-A	P	33 231	18 490	7 232	8 904	16 136	-27 581	-3 616	-31 197	44 022	29 636	73 658	-5 183	14 741	156	14 116	469
07 Ene	P	6 512	5 471	-3 775	5 196	1 421	15 295	-836	14 459	-6 024	3 543	-2 481	-25	1 041	45	963	33
Feb	P	10 668	18 291	1 509	-69	1 440	19 227	5 550	24 777	-2 650	11 748	9 099	204	-7 623	32	-6 077	-1 578
Mar	P	6 471	5 697	-6 272	2 757	-3 515	18 142	5 687	23 829	-6 404	18 846	12 442	232	774	-33	2 645	-1 838
Abr	P	7 326	21 097	-5 186	13 284	8 098	18 332	544	18 876	6 931	-12 283	-5 352	1 021	-13 771	-17	-12 813	-941
May	P	8 868	7 032	-11 072	13 469	2 397	10 194	5 424	15 618	8 713	5 339	14 052	-803	1 836	-29	3 622	-1 756
Jun	P	6 878	8 528	-3 020	2 377	-643	14 796	680	15 476	-3 136	11 275	8 139	-112	-1 650	-308	321	-1 663
Jul	P	8 834	10 943	-4 307	8 931	4 624	14 457	-2 630	11 827	2 734	8 430	11 164	-1 942	-2 109	-35	949	-3 023
Ago	P	9 778	-5 943	-759	-2 363	-3 123	-815	-3 505	-4 320	-4 445	7 060	2 615	76	15 721	-6	15 663	64
Sep	P	9 464	468	-7 926	8 301	376	7 039	-7 875	-837	2 673	10 239	12 912	-1 318	8 996	336	9 339	-679
Oct	P	9 282	7 834	-2 938	26 519	23 581	-14 957	-4 825	-19 782	29 085	-2 417	26 669	-3 357	1 448	-111	3 692	-2 132
Nov	P	9 257	2 062	-1 768	3 085	1 317	5 113	-4 795	318	-3 317	20 727	17 411	2 033	7 195	35	7 757	-596
Dic	P	4 295	1 831	-4 004	10 236	6 231	-3 020	-1 669	-4 690	11 559	-23 943	-12 385	-2 703	2 464	-71	2 268	266
08 Ene	P	8 911	3 409	10 423	4 162	14 585	-752	-12 999	-13 751	-4 841	35 585	30 744	-1 421	5 502	123	5 483	-104
Feb	P	7 152	6 951	-723	568	-155	-10 981	9 726	-1 255	19 855	15 746	35 600	-1 200	201	-36	61	177
Mar	P	8 976	15 992	-3 518	3 205	-312	-15 477	1 655	-13 821	35 021	-38 541	-3 519	-35	-7 016	22	-7 297	259
Abr	P	8 191	-7 862	1 050	968	2 018	-371	-1 999	-2 370	-6 013	16 846	10 833	-2 527	16 053	47	15 869	137

CUENTA FINANCIERA
(VNP-VNA)



CUENTA FINANCIERA, EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA. DETALLE
(VNP-VNA)



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Tanto la variación de activos (VNA) como la variación de pasivos (VNP) han de entenderse 'netas' de sus correspondientes amortizaciones. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNA supone una salida (entrada) de financiación exterior. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNP supone una entrada (salida) de financiación exterior. b. No recoge las inversiones directas en acciones cotizadas e incluye inversiones de cartera en acciones no cotizadas. c. Incluye inversiones directas en acciones cotizadas, pero no recoge las inversiones de cartera en acciones no cotizadas. d. Principalmente, préstamos, depósitos y operaciones temporales. e. Un signo positivo (negativo) supone una disminución (aumento) de las reservas y/o de los activos del BE frente al Eurosistema.

7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

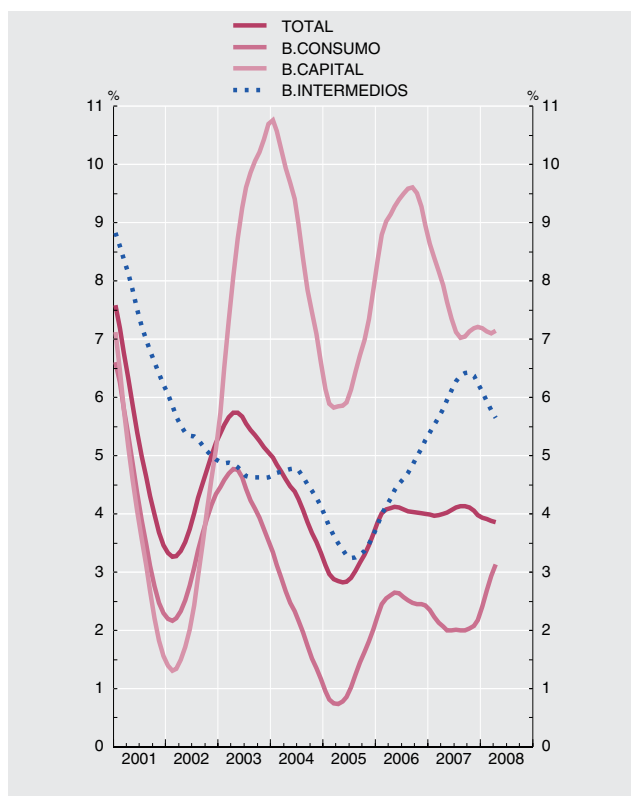
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nomi-nal	Deflac-tado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países indus-triali-zados	
						Total	Energé-ticos	No energé-ticos	Total	Zona del Euro	Del cual:						
											Total	Estados Unidos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
03	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,9	4,5	5,1	3,8	-1,7	-5,4	2,2	38,2	-23,4	
04	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,4	5,0	5,2	5,9	2,0	12,2	3,3	5,6	4,7	
05	155 005	5,5	0,8	-0,9	5,3	1,4	-8,9	2,0	2,6	2,2	4,2	10,2	10,4	11,8	31,4	14,5	
06	170 439	10,0	5,0	3,0	12,5	5,1	-5,0	5,6	8,1	7,7	8,4	17,7	1,2	34,5	12,8	16,5	
07	181 479	6,9	4,2	0,1	-0,7	8,1	8,4	8,3	5,7	6,1	4,7	2,6	24,7	-3,6	27,4	5,1	
07 Mar	16 302	5,5	1,6	0,3	-6,4	4,0	-19,7	5,2	8,4	9,2	5,9	-2,8	15,7	-24,0	11,1	-8,1	
Abr	14 399	9,4	6,7	6,7	18,6	4,5	-6,7	5,0	9,2	10,2	4,8	-12,0	45,0	42,2	43,8	-4,6	
May	16 019	3,5	0,2	-5,9	1,6	4,6	-6,2	5,1	4,5	5,7	2,5	-22,1	-11,0	-14,4	41,1	-10,9	
Jun	16 110	6,0	2,0	-2,2	0,5	5,3	-3,3	5,6	3,4	3,1	4,2	24,3	14,2	22,0	-2,3	14,4	
Jul	15 322	12,7	10,6	13,2	-5,8	12,2	15,5	12,0	12,7	13,8	11,7	9,4	27,7	-20,9	26,3	8,0	
Ago	12 126	7,6	6,0	-3,8	-8,3	14,8	30,5	13,9	5,0	7,2	3,9	2,9	24,0	-38,6	20,1	9,0	
Sep	14 903	5,8	3,4	-0,8	-1,2	7,1	8,6	7,1	0,0	-0,7	0,9	13,7	31,2	-17,4	67,3	-0,7	
Oct	16 707	9,5	8,2	2,9	12,7	11,2	31,9	10,4	1,6	2,6	3,7	26,2	44,2	16,6	97,3	-1,5	
Nov	16 568	9,7	8,2	-1,8	13,0	15,0	85,3	12,9	4,2	2,0	3,9	-2,4	95,7	7,1	33,5	-8,0	
Dic	14 196	-2,4	-2,8	-11,6	-16,8	7,2	-15,8	8,7	4,6	2,5	1,1	-29,1	-6,4	-49,7	-10,0	7,1	
08 Ene	14 928	6,9	3,0	-2,6	7,3	6,5	30,3	5,6	5,6	5,4	5,7	-7,4	8,3	-13,5	58,3	-17,5	
Feb	16 621	11,9	7,3	9,7	-9,9	8,7	1,7	9,1	14,0	11,4	12,5	-5,7	25,1	-31,9	20,8	11,6	
Mar	15 882	-2,6	-3,2	-1,8	-10,3	-3,1	44,6	-4,8	-2,2	-3,9	-4,6	-15,5	6,4	-3,7	1,7	-18,5	
Abr	17 964	24,8	22,7	21,2	4,5	27,2	49,5	26,3	21,2	19,9	23,8	33,7	27,6	-16,6	45,2	8,8	

POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 4 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

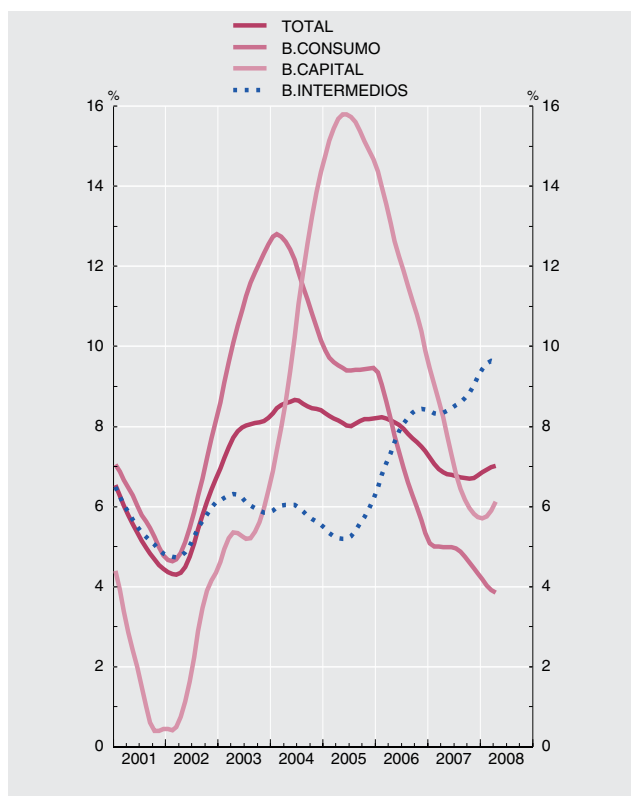
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nomi-nal	Deflac-tado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países indus-triali-zados	
						Total	Energé-ticos	No energé-ticos	Total	Zona del Euro	Del cual: Total	Estados Unidos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
03	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,8	5,3	5,8	-4,8	1,9	12,9	16,6	1,1	
04	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,5	9,9	10,0	11,3	9,3	12,8	7,9	26,8	14,6	
05	232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,4	10,9	1,5	5,6	5,3	6,1	-0,1	36,9	29,3	37,3	11,2	
06	262 687	12,8	9,2	7,4	5,9	10,6	4,8	12,2	8,4	7,9	8,5	14,7	26,5	24,1	22,7	28,6	
07	280 431	8,2	6,9	5,1	9,9	7,2	4,0	8,5	8,6	9,0	8,2	19,1	-4,7	5,9	31,2	-2,9	
07 Mar	24 106	2,7	0,8	3,1	14,8	-2,7	-12,0	-0,5	4,7	5,8	2,7	-3,6	-19,6	-1,7	45,2	0,6	
Abr	22 059	10,0	12,3	10,6	9,3	13,5	1,9	16,4	12,0	13,4	11,8	11,6	-11,3	5,5	32,0	-1,9	
May	23 943	4,1	6,8	-0,1	17,6	8,0	6,4	8,4	5,5	7,5	6,5	18,0	-10,0	-26,2	33,9	-10,6	
Jun	24 426	6,8	3,6	7,2	6,2	1,4	1,0	1,5	6,5	6,2	6,3	18,1	-2,4	3,3	19,0	13,7	
Jul	23 983	15,4	13,4	15,0	0,6	14,8	10,6	15,8	13,8	15,0	15,1	4,1	-1,1	22,2	46,9	2,5	
Ago	19 946	3,1	3,7	5,7	-6,2	4,3	-0,3	5,7	4,4	4,2	5,3	38,5	-14,2	1,6	34,0	-9,6	
Sep	23 313	7,2	4,3	4,6	3,0	4,2	1,9	4,7	6,4	6,5	7,0	47,8	-2,1	19,3	24,5	7,4	
Oct	26 017	9,9	7,7	9,2	6,8	7,2	2,6	8,3	9,6	10,3	9,6	61,0	3,2	1,4	27,8	-16,9	
Nov	25 267	5,8	-0,6	-1,3	-1,8	-0,0	-4,4	0,9	6,9	7,0	5,3	12,2	-2,8	-5,4	29,8	-15,9	
Dic	24 030	14,8	17,3	16,3	24,9	16,5	32,0	13,0	18,5	19,8	15,1	-2,3	11,5	-4,3	4,8	-1,6	
08 Ene	24 080	11,5	5,8	-2,6	-18,3	14,1	33,7	9,6	1,7	3,8	6,4	32,5	51,4	7,7	24,3	-8,8	
Feb	24 695	13,5	10,6	8,8	-4,1	13,6	1,5	16,5	13,3	13,7	12,9	36,2	13,6	-14,5	23,7	-9,9	
Mar	25 484	5,7	4,8	-8,8	-23,4	16,7	57,2	8,2	-5,5	-6,6	-5,5	29,7	45,3	0,7	-2,8	-26,1	
Abr	26 012	17,9	13,0	3,2	-6,6	20,5	29,3	18,6	11,3	10,9	10,0	13,5	35,6	42,0	34,7	6,9	

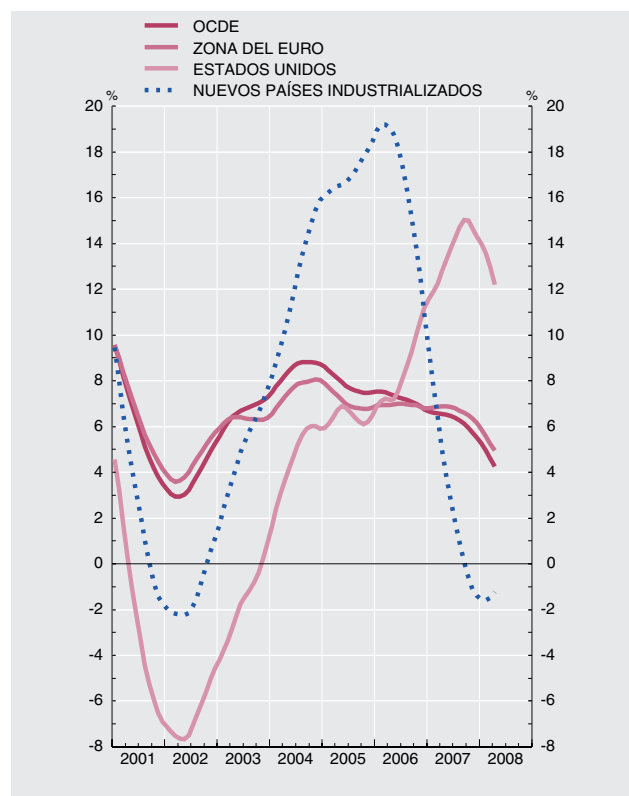
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 2 y 3.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

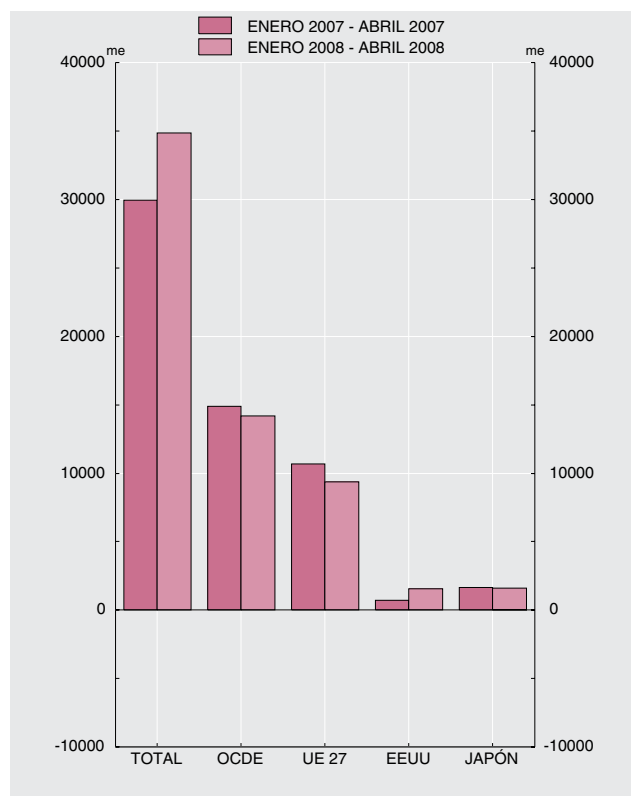
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

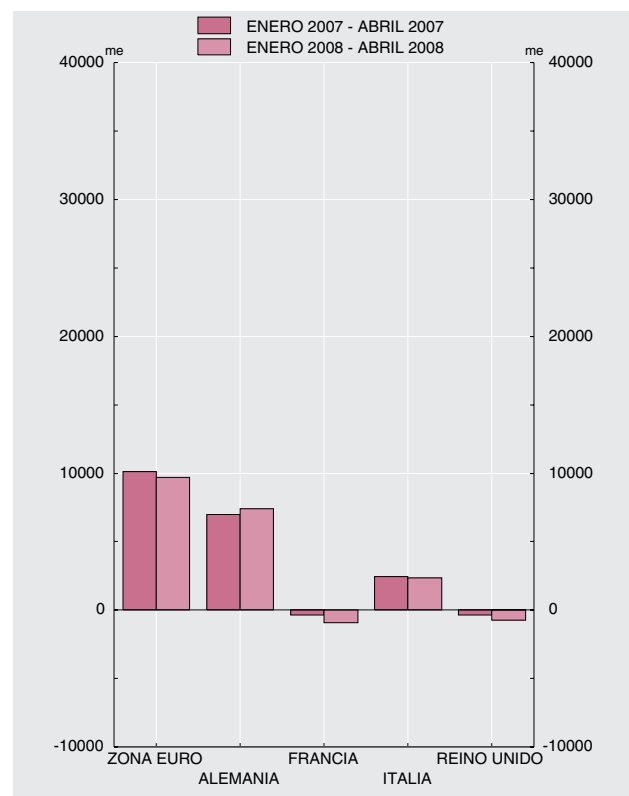
Millones de euros

	Total mundial	Unión Europea (UE 27)							OCDE				OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
		Total	Zona del Euro					Resto de la UE 27	Del cual:							
			Del cual:					Total	EEUU	Japón						
			Total	Alemania	Francia	Italia	Total				Reino Unido					
1	2=3+7	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
02	-42 000	-16 786	-18 192	-12 970	-3 436	-3 312	1 406	1 430	-24 004	-1 416	-3 224	-7 771	-897	-4 975	-2 176	
03	-46 995	-19 057	-19 307	-13 731	-3 239	-3 517	250	1 035	-27 616	-1 170	-3 855	-8 187	-1 467	-5 629	-2 600	
04	-61 486	-25 991	-25 298	-16 282	-3 353	-5 671	-693	472	-36 990	-1 692	-4 583	-9 253	-1 784	-7 369	-3 104	
05	-77 950	-30 703	-29 334	-16 749	-3 112	-6 938	-1 369	-210	-41 592	-1 092	-4 769	-13 683	-3 089	-10 182	-3 411	
06	-92 249	-33 547	-31 868	-18 689	-1 625	-7 184	-1 679	294	-45 357	-1 062	-4 652	-18 384	-3 316	-12 647	-4 564	
07	P	-98 952	-38 583	-36 711	-22 949	-441	-8 919	-1 872	456	-52 074	-2 358	-4 708	-15 816	-4 025	-16 583	
07 E-A		-29 977	-10 673	-10 103	-6 961	381	-2 434	-570	364	-14 892	-691	-1 641	-4 872	-990	-4 872	
08 E-A		-34 877	-9 374	-9 708	-7 394	922	-2 374	333	757	-14 187	-1 561	-1 581	-6 979	-1 615	-5 774	
07 Abr		-7 660	-3 304	-3 047	-1 908	-68	-749	-257	-113	-4 559	-337	-389	-1 153	-3	-1 049	
May		-7 924	-2 832	-2 697	-1 974	153	-714	-135	81	-4 191	-269	-407	-1 268	-192	-1 303	
Jun		-8 316	-3 578	-3 582	-2 199	-24	-897	4	188	-4 529	73	-410	-1 463	-111	-1 303	
Jul		-8 661	-3 195	-3 195	-2 052	102	-881	1	132	-4 458	-184	-368	-1 437	-390	-1 541	
Ago		-7 820	-2 994	-2 643	-1 355	-203	-731	-350	-142	-4 070	-196	-352	-1 330	-382	-1 590	
Sep		-8 410	-3 159	-2 978	-1 934	-45	-728	-182	5	-4 396	-242	-341	-1 343	-674	-1 536	
Oct		-9 310	-3 758	-3 518	-2 132	17	-849	-240	-94	-5 072	-346	-476	-1 513	-510	-1 529	
Nov		-8 699	-3 595	-3 467	-2 130	-102	-807	-127	-11	-4 801	-313	-396	-921	-441	-1 747	
Dic		-9 835	-4 800	-4 527	-2 212	-720	-878	-273	-66	-5 665	-190	-317	-1 669	-335	-1 163	
08 Ene		-9 152	-1 863	-1 834	-1 546	367	-542	-29	73	-3 358	-438	-406	-2 163	-509	-1 711	
Feb		-8 074	-2 587	-2 873	-2 110	46	-608	286	335	-3 824	-376	-361	-1 329	-273	-1 513	
Mar		-9 602	-2 251	-2 356	-1 716	174	-574	104	220	-3 579	-468	-437	-1 891	-447	-1 156	
Abr		-8 048	-2 673	-2 646	-2 022	335	-650	-27	130	-3 427	-279	-378	-1 597	-387	-1 396	

DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



FUENTE: ME.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 3 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

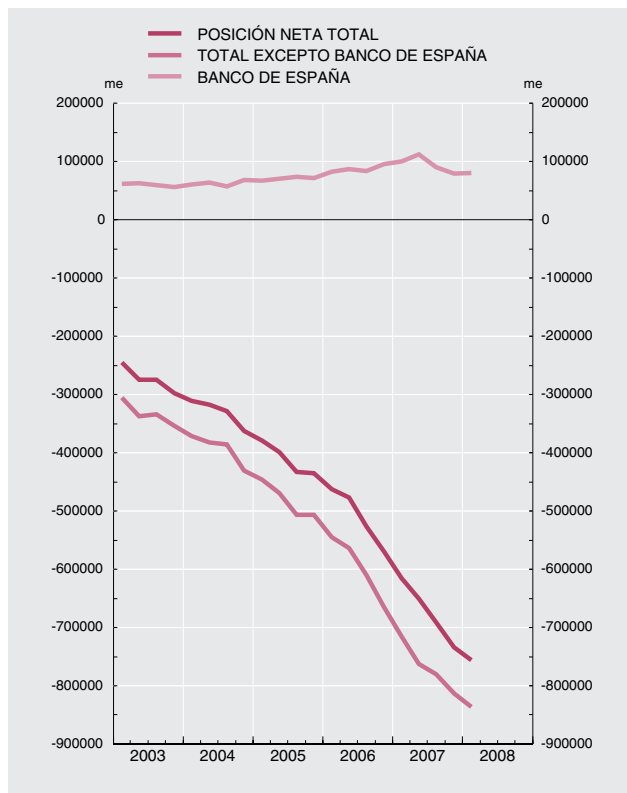
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

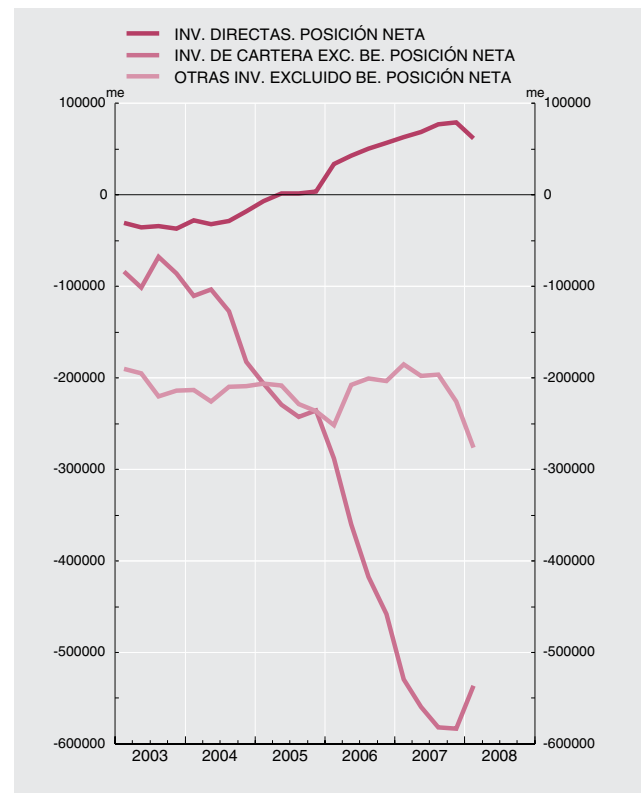
Saldos a fin de periodo en mm de euros

	Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España			
		Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos netos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)
			Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos - pasivos)				
1=2+13	2=3+6+9+12	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13=14 a 16	14	15	16	
00	-160,1	-244,1	12,2	180,2	168,0	-117,0	193,7	310,7	-139,3	166,4	305,8	...	84,0	38,2	45,3	0,4
01	-188,0	-256,4	16,3	217,5	201,1	-100,4	232,6	333,1	-172,3	172,5	344,8	...	68,5	38,9	29,2	0,4
02	-236,0	-296,6	-22,1	223,1	245,2	-105,7	256,8	362,5	-168,9	197,4	366,3	-	60,6	38,4	22,7	-0,4
03	-297,7	-353,8	-37,4	231,6	268,9	-102,3	319,8	422,0	-214,2	204,0	418,1	-	56,1	21,2	18,3	16,6
04	-362,9	-431,0	-18,4	272,3	290,7	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	-	68,1	14,5	31,9	21,7
05 /	-378,8	-446,0	-7,3	288,1	295,4	-232,7	366,5	599,2	-206,0	239,5	445,4	-	67,2	13,3	25,2	28,7
II	-398,7	-468,9	1,1	299,6	298,5	-261,4	390,8	652,2	-208,5	254,9	463,4	-	70,2	13,7	22,0	34,5
III	-432,8	-506,4	1,4	303,6	302,3	-278,9	417,7	696,6	-228,9	254,7	483,6	-	73,6	14,0	21,2	38,4
IV	-435,0	-506,7	3,4	317,9	314,5	-273,6	454,7	728,4	-236,5	268,2	504,7	-	71,7	14,6	17,1	40,1
06 /	-462,6	-545,0	33,8	348,5	314,7	-327,1	476,7	803,8	-251,7	285,2	536,9	-	82,4	15,4	26,8	40,3
II	-476,4	-563,7	43,0	363,8	320,8	-399,2	444,3	843,5	-207,5	300,6	508,1	-	87,3	14,6	32,2	40,5
III	-526,2	-609,5	50,3	380,5	330,2	-459,1	447,7	906,8	-200,7	315,4	516,1	-	83,4	15,0	25,4	43,0
IV	-569,8	-665,5	56,4	392,6	336,2	-508,9	455,7	964,6	-203,4	327,3	530,7	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6
07 /	-615,2	-715,6	63,1	398,9	335,8	-582,4	461,0	1 043,3	-185,1	360,9	546,0	-11,3	100,4	14,0	31,9	54,5
II	-650,4	-762,5	68,5	426,0	357,5	-617,2	471,0	1 088,2	-197,8	364,8	562,7	-15,9	112,1	12,9	40,7	58,5
III	-690,8	-780,5	77,2	436,0	358,8	-643,4	455,2	1 098,6	-196,3	387,4	583,7	-17,9	89,6	12,5	14,8	62,4
IV	-734,0	-812,9	79,3	467,0	387,7	-647,6	443,3	1 090,8	-225,8	382,8	608,6	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9
08 /	-755,6	-836,2	61,5	462,6	401,2	-600,6	419,9	1 020,5	-276,4	383,1	659,5	-20,7	80,6	13,0	2,8	64,8

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

Nota: A partir de diciembre de 2002, los datos de inversión de cartera se calculan con un nuevo sistema de información (véase la Circular del Banco de España n.2/2001 y la nota de novedades de los indicadores económicos). En la rúbrica 'Acciones y participaciones en fondos de inversión' de los otros sectores residentes, la incorporación de los nuevos datos supone una ruptura muy significativa de la serie histórica, tanto en activos financieros como en pasivos, por lo que se ha realizado una revisión desde 1992. Si bien el cambio metodológico que introduce el nuevo sistema afecta también, en alguna medida, al resto de las rúbricas, su efecto no justifica una revisión completa de las series.

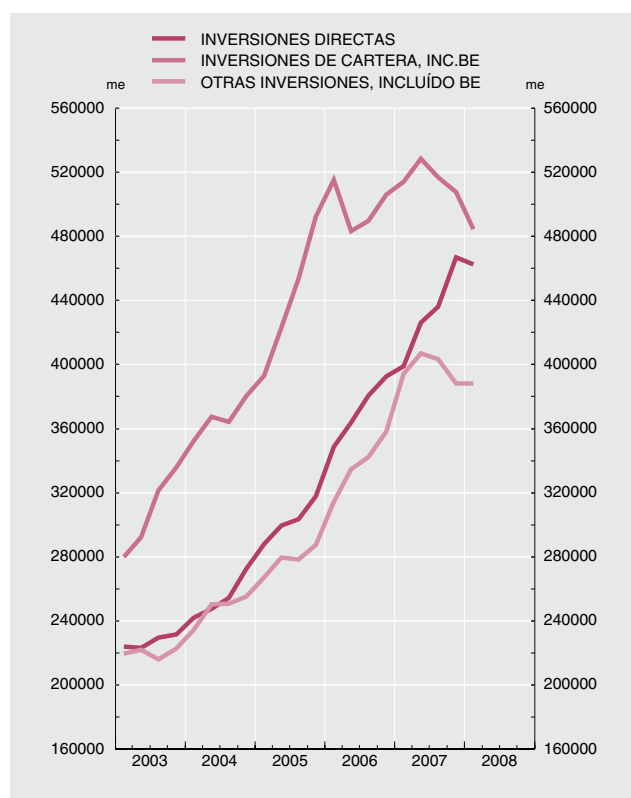
7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

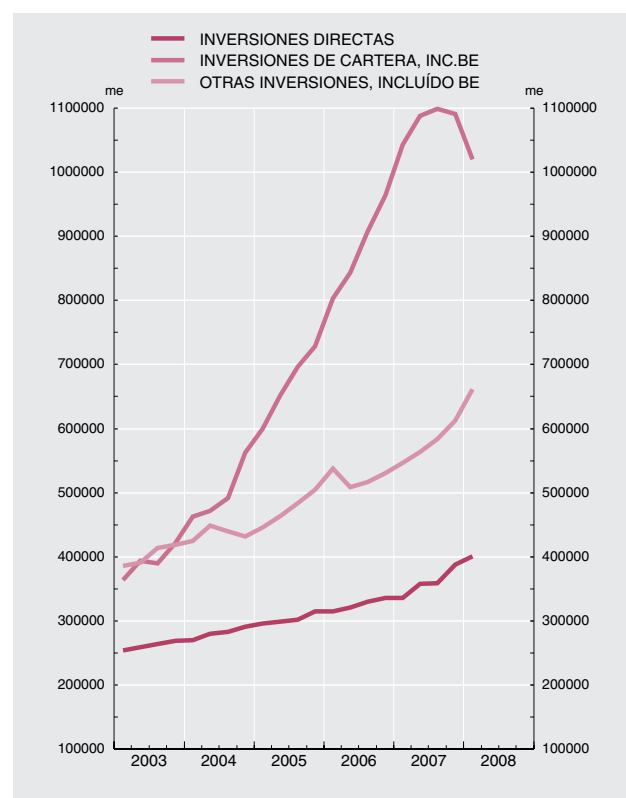
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y otras participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
00	167 151	13 095	142 844	25 182	83 918	109 764	147 521	163 138	212 159	305 778	...	...
01	197 233	20 231	164 360	36 768	74 596	158 052	144 151	188 925	202 099	344 845	...	...
02	206 268	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	245 492	220 483	367 646	-	-
03	217 086	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	274 166	222 670	418 202	-	-
04	254 696	17 627	223 215	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	-	-
05 /	267 443	20 629	225 155	70 241	79 829	313 130	184 793	414 446	266 918	445 447	-	-
II	278 521	21 031	229 158	69 311	83 676	339 219	178 505	473 699	279 362	463 496	-	-
III	281 577	22 071	229 623	72 671	93 654	360 155	204 334	492 267	278 226	483 662	-	-
IV	295 784	22 133	239 162	75 322	104 157	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
06 /	329 989	18 489	240 318	74 391	119 452	395 944	214 645	589 149	314 147	537 450	-	-
II	342 095	21 671	246 755	74 004	122 047	361 127	206 547	636 951	334 783	508 451	-	-
III	359 863	20 641	250 437	79 808	126 170	363 383	232 494	674 271	342 206	516 386	-	-
IV	370 304	22 327	256 600	79 609	133 193	373 001	245 683	718 897	358 015	530 980	32 973	42 569
07 /	378 458	20 471	259 147	76 658	140 704	373 512	256 533	786 784	394 280	546 286	33 197	44 487
II	410 883	15 097	274 134	83 396	153 730	374 852	269 506	818 657	406 890	563 078	39 921	55 856
III	415 045	20 954	278 154	80 667	142 095	374 617	273 560	825 065	403 284	583 968	44 181	62 069
IV	441 651	25 310	301 781	85 891	134 762	372 789	286 207	804 620	388 001	612 127	44 642	63 487
08 /	436 837	25 802	318 549	82 602	100 972	383 465	238 454	782 021	388 042	661 369	53 297	74 001

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

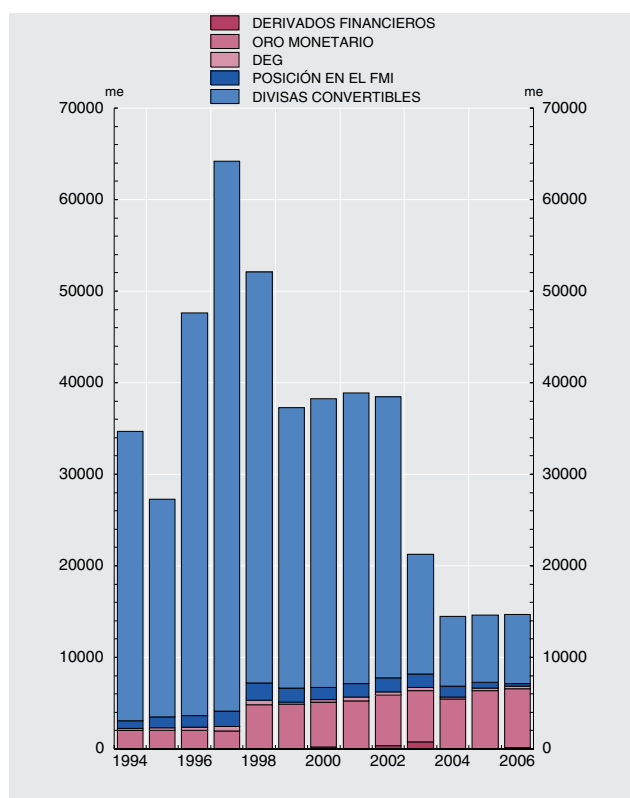
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

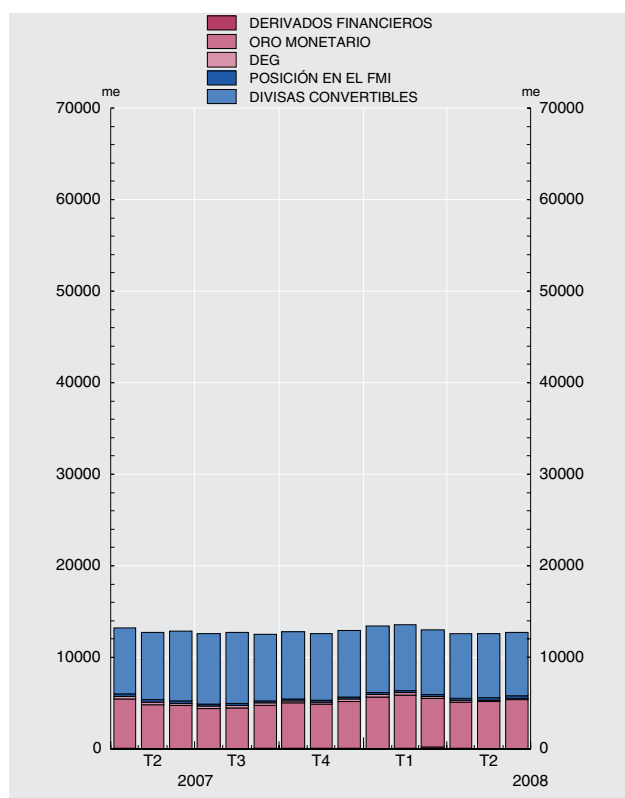
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
02	38 431	30 695	1 518	337	5 500	382	16,8
03	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
04	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
05	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
06	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
07 Ene	14 893	7 557	307	261	6 716	52	13,4
Feb	14 800	7 459	261	251	6 735	94	13,4
Mar	14 045	7 410	255	251	6 037	91	12,1
Abr	13 232	7 252	252	249	5 379	100	10,8
May	12 696	7 332	281	243	4 829	11	9,9
Jun	12 873	7 616	281	244	4 732	0	9,9
Jul	12 572	7 647	261	246	4 397	20	9,1
Ago	12 734	7 764	249	245	4 460	16	9,1
Sep	12 493	7 227	245	241	4 711	69	9,1
Oct	12 791	7 314	230	240	4 948	60	9,1
Nov	12 559	7 221	225	236	4 809	68	9,1
Dic	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1
08 Ene	13 450	7 316	218	255	5 630	31	9,1
Feb	13 586	7 222	216	253	5 795	101	9,1
Mar	12 976	7 021	211	189	5 367	189	9,1
Abr	12 568	7 045	204	190	5 070	59	9,1
May	12 598	7 029	245	176	5 166	-18	9,1
Jun	12 709	6 921	233	175	5 357	23	9,1

ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'International Reserves and Foreign Currency Liquidity Guidelines for a Data Template', octubre de 2001, (<http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddsguide>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.

7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Total deuda externa	Administraciones Públicas						Otras instituciones financieras monetarias				
		Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
04 /	818 597	189 370	3 592	489	172 254	13 035	-	398 303	361	186 529	77 928	133 485
II	859 825	186 801	3 200	428	170 051	13 121	-	430 763	353	207 118	84 615	138 676
III	870 725	192 431	2 873	1 755	174 457	13 346	-	427 166	362	198 299	92 532	135 974
IV	906 924	202 222	2 776	705	181 878	16 864	-	431 337	301	194 245	104 720	132 071
05 /	958 055	204 834	2 513	1 024	183 038	18 259	-	460 500	467	202 197	125 535	132 301
II	1 038 214	213 939	2 110	437	194 059	17 333	-	490 258	587	232 191	139 670	117 810
III	1 080 328	213 370	3 088	1 424	191 719	17 139	-	517 879	400	264 976	150 727	101 776
IV	1 144 447	213 412	2 465	65	192 798	18 085	-	548 891	981	276 566	164 457	106 887
06 /	1 238 544	214 075	4 628	11	191 300	18 135	-	589 522	1 003	295 771	193 633	99 115
II	1 258 360	213 336	3 620	345	191 381	17 991	-	580 901	2 186	268 475	208 797	101 443
III	1 307 827	214 171	6 070	1 469	188 569	18 062	-	602 346	5 274	267 202	225 647	104 224
IV	1 370 170	215 559	4 836	662	191 871	18 190	-	622 804	6 252	277 169	236 038	103 344
07 /	1 460 727	219 396	4 901	37	195 781	18 678	-	658 078	11 331	295 511	252 211	99 026
II	1 521 730	215 143	5 446	440	190 503	18 754	-	684 725	11 316	294 386	269 682	109 341
III	1 541 098	207 154	4 820	1 326	182 455	18 553	-	707 002	15 079	308 877	273 907	109 138
IV	1 556 809	197 735	4 505	875	173 414	18 941	-	723 931	16 802	327 376	265 459	114 294
08 /	1 582 520	194 336	5 538	548	168 630	19 619	-	768 087	15 075	380 361	261 209	111 443

7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN (CONT.)

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Autoridad monetaria			Otros sectores residentes								Inversión directa		
	Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:		
		Depósitos		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Inversores directos	Afiladas	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
04 /	62	62	146 248	2 321	20 013	359	53 044	69 437	405	669	84 614	36 527	48 088	
II	1	1	152 757	2 561	18 246	229	61 378	69 314	403	625	89 504	37 429	52 075	
III	0	0	160 970	3 312	18 630	634	67 310	70 153	393	537	90 157	37 826	52 331	
IV	16	16	177 355	4 043	19 005	1 175	85 561	66 675	414	482	95 994	38 687	57 307	
05 /	0	0	194 559	4 274	20 471	787	98 620	69 232	387	788	98 161	39 449	58 712	
II	71	71	232 928	3 839	19 803	1 569	133 435	73 111	384	788	101 020	41 447	59 573	
III	42	42	244 638	3 401	19 164	1 636	142 932	76 503	356	646	104 399	42 506	61 893	
IV	126	126	273 437	3 380	17 817	996	166 955	83 404	358	527	108 581	43 547	65 034	
06 /	535	535	322 467	2 905	19 460	408	195 679	102 516	360	1 139	111 945	46 934	65 011	
II	328	328	350 836	4 283	18 328	330	226 684	99 898	352	961	112 959	48 198	64 761	
III	316	316	373 824	4 641	21 876	830	244 071	101 140	348	918	117 170	51 614	65 556	
IV	281	281	411 234	4 786	22 661	694	275 114	107 087	338	555	120 293	51 928	68 365	
07 /	322	322	455 274	5 303	21 610	541	317 258	109 294	334	932	127 658	50 009	77 648	
II	423	423	481 444	5 418	27 005	1 054	336 291	110 323	331	1 022	139 995	50 357	89 637	
III	277	277	494 601	2 153	22 164	837	346 652	121 462	339	994	132 065	51 983	80 082	
IV	3 550	3 550	491 532	201	20 315	277	344 239	125 478	329	692	140 062	54 523	85 539	
08 /	1 855	1 855	479 112	502	19 858	396	331 067	126 278	318	692	139 129	55 582	83 547	

FUENTE: BE.

8.1.a BALANCE DEL EUROSISTEMA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas					
Total	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste (neto)	Operac. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11-12	9	10	11	12	13	
07 Ene	435 640	317 755	120 000	-1 996	-49	101	171	260 616	610 602	53 185	323 823	79 348	175 024
Feb	418 116	289 075	130 001	-902	-	61	119	239 276	604 440	43 961	321 666	87 459	178 840
Mar	420 563	280 636	140 909	-480	-	95	597	237 488	608 664	44 597	321 551	94 222	183 075
Abr	434 241	285 048	150 001	-1 180	-	667	295	251 756	619 122	54 077	326 081	95 363	182 485
May	433 184	283 588	149 999	-107	-	257	553	249 131	622 961	50 066	326 289	97 607	184 053
Jun	437 672	288 001	150 003	-300	-	223	254	250 320	628 080	50 988	326 083	102 665	187 353
Jul	452 764	302 818	150 003	114	-	138	308	259 984	637 586	54 551	316 884	115 269	192 780
Ago	452 514	282 934	160 437	9 185	-	238	280	253 724	640 337	47 773	317 108	117 278	198 790
Sep	453 016	219 501	235 000	-888	-	321	918	262 862	636 467	63 672	317 895	119 383	190 154
Oct	442 998	183 479	265 003	-4 978	-	152	658	252 295	639 176	60 888	327 814	119 954	190 703
Nov	439 982	171 319	270 460	-1 261	-	108	645	242 541	640 840	55 191	327 447	126 042	197 440
Dic	467 813	259 094	274 422	-65 014	-	314	1 003	260 023	663 813	51 566	331 310	124 047	207 790
08 Ene	438 306	191 905	268 486	-21 373	-	199	911	245 582	658 002	52 664	354 557	110 527	192 724
Feb	443 028	175 548	268 494	-762	-	158	410	238 533	651 786	52 814	348 531	117 537	204 496
Mar	470 375	198 667	268 696	3 286	-	196	470	254 680	659 638	68 872	341 404	132 425	215 695
Abr	458 583	166 978	292 729	-676	-	111	558	258 599	662 688	74 650	360 191	118 549	199 984
May	462 508	171 819	291 841	-1 068	-	172	256	255 055	670 599	65 643	370 568	110 619	207 453
Jun	460 645	182 477	278 839	-667	-	304	308	245 546	674 406	64 832	376 972	116 720	215 099

8.1.b BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas							
	Total	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Posición intrasistema		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito
		Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste (neto)	Oper. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Target	Resto	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)	
		15	16	17	18	19	20	21	22	23=24+25 -26-27	24	25	26	27		28
14=15+16 +17+18 +19-20															
07 Ene	21 706	18 536	3 170	-	-	-	0	-22 011	-4 784	30 083	84 423	15 970	11 001	59 309	18 418
Feb	22 586	19 883	2 692	12	-	-	0	-21 757	-4 784	30 172	83 187	17 596	10 920	59 690	18 954
Mar	20 302	16 637	3 939	-	-	-	274	-21 032	-4 786	26 878	83 729	15 890	10 716	62 025	19 243
Abr	19 144	15 571	3 876	-232	-	-	72	-26 289	-4 787	29 797	85 050	17 924	10 255	62 922	20 423
May	20 280	16 315	3 997	-	-	0	32	-32 805	-4 787	38 502	84 242	26 822	9 691	62 870	19 370
Jun	18 244	15 824	2 419	-	-	-	0	-34 802	-4 787	37 642	84 836	27 165	9 180	65 180	20 191
Jul	18 325	15 804	2 520	2	-	-	2	-27 106	-4 787	29 122	85 999	20 438	8 477	68 837	21 095
Ago	18 180	15 657	2 341	183	-	-	1	-24 045	-4 787	25 767	85 141	18 069	8 312	69 131	21 245
Sep	20 942	12 319	8 673	-49	-	-	1	-17 669	-4 787	23 288	83 558	17 363	8 210	69 423	20 111
Oct	35 401	18 311	17 821	-734	-	3	0	-5 873	-4 787	24 122	82 899	20 605	8 430	70 952	21 938
Nov	40 374	19 314	21 172	-90	-	-	21	291	-4 787	24 657	81 859	23 257	8 463	71 996	20 214
Dic	44 088	33 527	18 781	-8 202	-	-	17	4 278	-4 787	20 766	84 039	17 913	9 107	72 079	23 831
08 Ene	39 645	28 261	14 356	-2 957	-	22	37	4 993	-4 787	18 104	82 646	18 048	11 174	71 416	21 336
Feb	44 170	24 201	20 086	-115	-	1	3	7 985	-4 787	18 829	80 774	19 962	9 836	72 071	22 143
Mar	44 173	21 534	22 480	161	-	-	2	6 549	-4 787	18 842	81 638	19 314	9 313	72 798	23 569
Abr	47 940	18 749	29 240	-27	-	-	23	12 728	-4 787	17 878	80 339	20 191	9 608	73 045	22 121
May	47 981	20 386	27 966	-373	-	3	0	9 119	-4 787	19 386	79 609	22 623	10 697	72 149	24 263
Jun	47 077	19 627	27 534	-59	-	27	51	8 300	-4 787	19 006	79 207	23 987	11 228	72 960	24 559

FUENTES: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

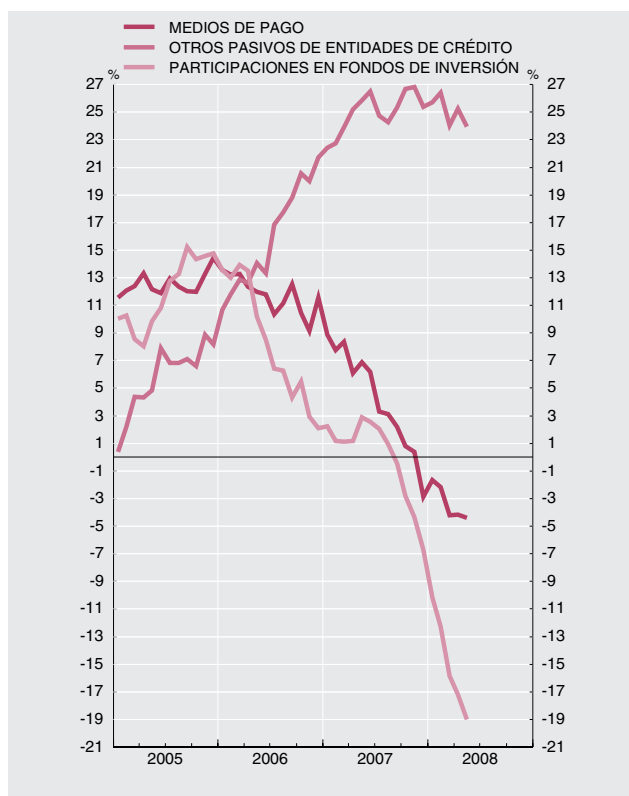
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

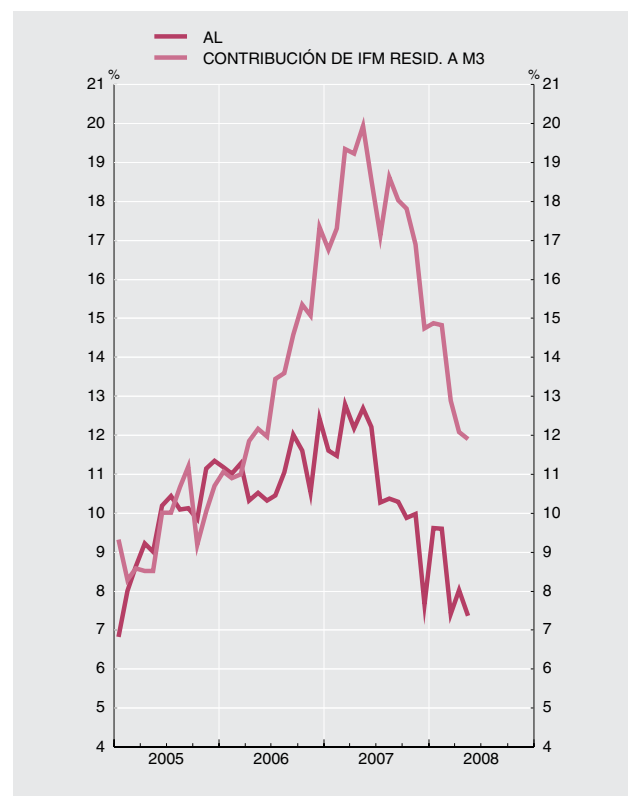
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	SalDOS	1 T 12	T 1/12		SalDOS	1 T 12	T 1/12			SalDOS	1 T 12	T 1/12		T 1/12	
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursa- les en exte- rior			Renta fija en euros (d)	Resto	AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
05	459 550	14,4	16,1	14,0	300 666	8,2	10,5	-3,8	6,6	220 195	14,7	7,6	22,3	11,3	10,7
06	512 581	11,5	9,9	11,9	365 928	21,7	22,8	21,6	0,9	224 851	2,1	-10,1	13,5	12,4	17,3
07	497 913	-2,9	2,3	-4,1	458 871	25,4	29,8	7,4	-10,7	209 767	-6,7	-3,9	-8,8	7,7	14,7
07 Feb	491 105	7,8	8,6	7,6	380 311	22,7	26,6	8,2	-4,1	225 913	1,2	-6,6	7,4	11,5	17,3
Mar	501 895	8,4	8,4	8,4	392 083	23,9	27,7	7,3	8,9	228 762	1,1	-2,2	3,7	12,8	19,3
Abr	491 348	6,1	7,4	5,8	396 422	25,2	28,5	11,3	7,1	229 158	1,2	-1,2	3,0	12,2	19,2
May	498 634	6,9	7,5	6,7	404 252	25,9	28,0	15,6	17,9	230 548	2,9	-2,9	7,4	12,7	19,9
Jun	516 830	6,2	7,0	6,0	413 739	26,5	28,5	20,4	5,4	229 715	2,6	-5,3	8,9	12,2	18,6
Jul	502 872	3,3	6,1	2,6	416 130	24,8	27,0	16,0	8,3	227 973	2,1	-4,3	7,1	10,3	17,1
Ago	491 707	3,1	6,7	2,3	423 718	24,3	26,3	16,1	10,5	227 517	0,9	-2,4	3,6	10,4	18,6
Sep	501 220	2,2	5,6	1,4	430 175	25,4	27,9	13,5	12,1	223 556	-0,4	-1,7	0,6	10,3	18,0
Oct	485 437	0,8	4,9	-0,2	440 094	26,7	29,8	12,5	5,6	220 368	-2,8	-5,0	-1,2	9,9	17,8
Nov	488 042	0,4	3,9	-0,4	449 317	26,8	30,0	13,4	1,1	214 662	-4,4	-3,6	-5,0	10,0	16,9
Dic	497 913	-2,9	2,3	-4,1	458 871	25,4	29,8	7,4	-10,7	209 767	-6,7	-3,9	-8,8	7,7	14,7
08 Ene	482 423	-1,7	1,8	-2,5	469 866	25,7	30,0	6,2	-6,7	202 639	-10,1	4,5	-20,6	9,6	14,9
Feb	480 371	-2,2	1,5	-3,1	480 754	26,4	31,2	3,1	-7,4	198 198	-12,3	3,1	-23,1	9,6	14,8
Mar	480 690	-4,2	-0,3	-5,2	486 321	24,0	29,7	-2,1	-15,4	192 551	-15,8	0,4	-27,6	7,4	12,9
Abr	470 959	-4,1	-0,7	-5,0	496 421	25,2	31,6	-7,6	-10,7	189 713	-17,2	-0,7	-29,0	8,0	12,1
May	476 618	-4,4	-1,9	-5,0	501 134	24,0	31,5	-12,8	-19,6	186 752	-19,0	-1,4	-31,3	7,4	11,9

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 9, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

e. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de renta fija en euros.

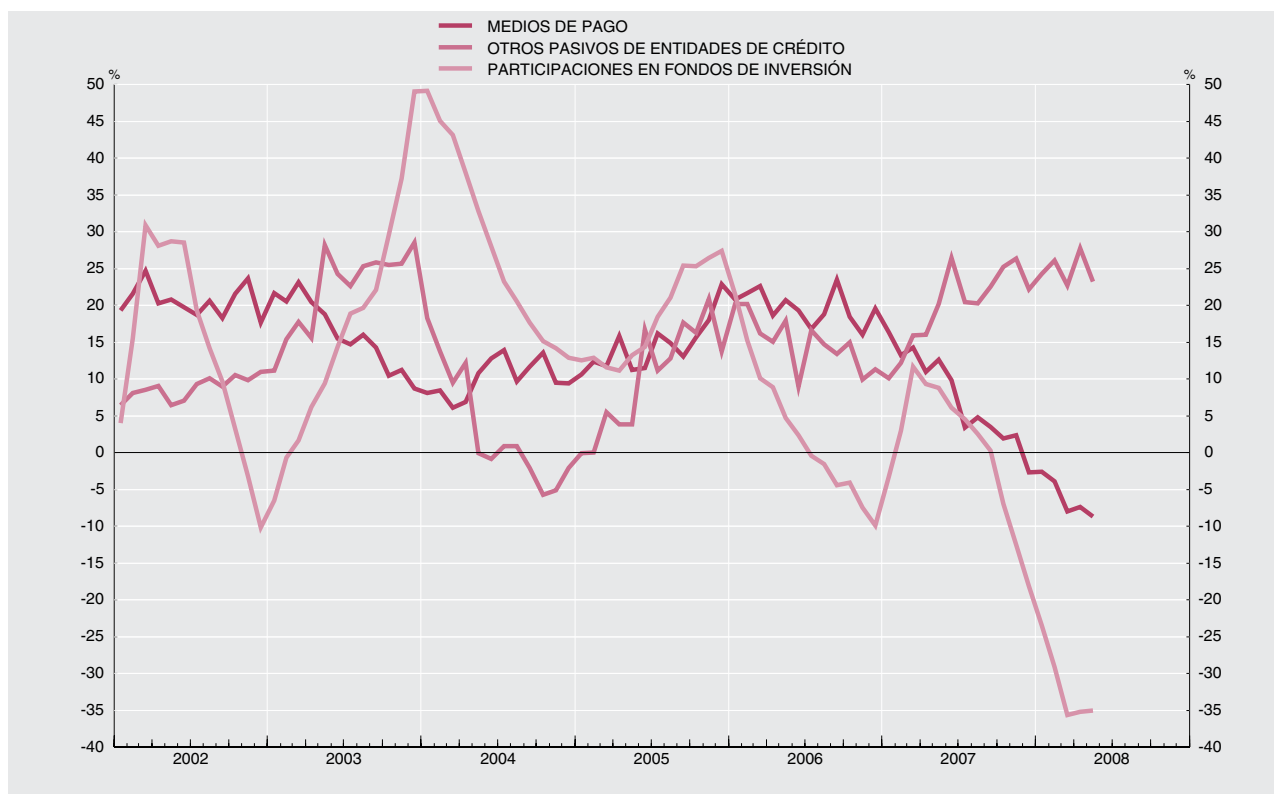
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	SalDOS	Tasa inter-anual	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa interanual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa interanual	
					Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
05	114 876	22,9	70 939	13,7	30,5	-3,5	29 442	27,4	13,9	41,4
06	137 357	19,6	78 960	11,3	17,4	2,8	26 523	-9,9	-15,9	-5,0
07	133 623	-2,7	96 445	22,1	37,4	-2,1	21 692	-18,2	-15,7	-20,0
07 Feb	129 819	13,3	78 557	12,2	28,2	-8,9	28 899	3,0	-1,7	6,6
Mar	134 565	14,3	82 398	16,0	30,7	-3,9	30 454	11,6	10,4	12,5
Abr	128 862	11,0	80 843	16,1	28,8	-2,5	29 817	9,3	9,5	9,2
May	133 554	12,7	84 428	20,2	29,8	5,8	29 278	8,8	5,7	11,1
Jun	137 293	9,9	89 842	26,5	36,9	10,3	28 474	6,1	1,2	9,9
Jul	128 420	3,4	86 679	20,5	30,3	5,3	27 707	4,5	0,8	7,4
Ago	126 227	4,8	89 949	20,2	27,4	9,1	27 100	2,5	1,7	3,1
Sep	132 591	3,5	92 027	22,5	30,7	9,4	26 101	0,3	1,5	-0,7
Oct	125 602	1,9	93 141	25,2	35,8	7,6	24 743	-6,9	-8,1	-6,1
Nov	129 238	2,4	95 075	26,3	37,4	7,2	23 169	-12,6	-11,8	-13,1
Dic	133 623	-2,7	96 445	22,1	37,4	-2,1	21 692	-18,2	-15,7	-20,0
08 Ene	125 515	-2,6	96 495	24,3	36,2	3,1	21 258	-23,5	-7,8	-34,6
Feb	124 705	-3,9	99 031	26,1	38,6	2,8	20 491	-29,1	-13,3	-40,2
Mar	123 864	-8,0	101 117	22,7	35,6	-0,9	19 600	-35,6	-19,9	-47,1
Abr	119 348	-7,4	103 297	27,8	44,4	-4,1	19 304	-35,3	-19,0	-46,9
May	121 938	-8,7	104 021	23,2	43,1	-13,1	19 019	-35,0	-17,4	-47,3

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Efectivo, cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

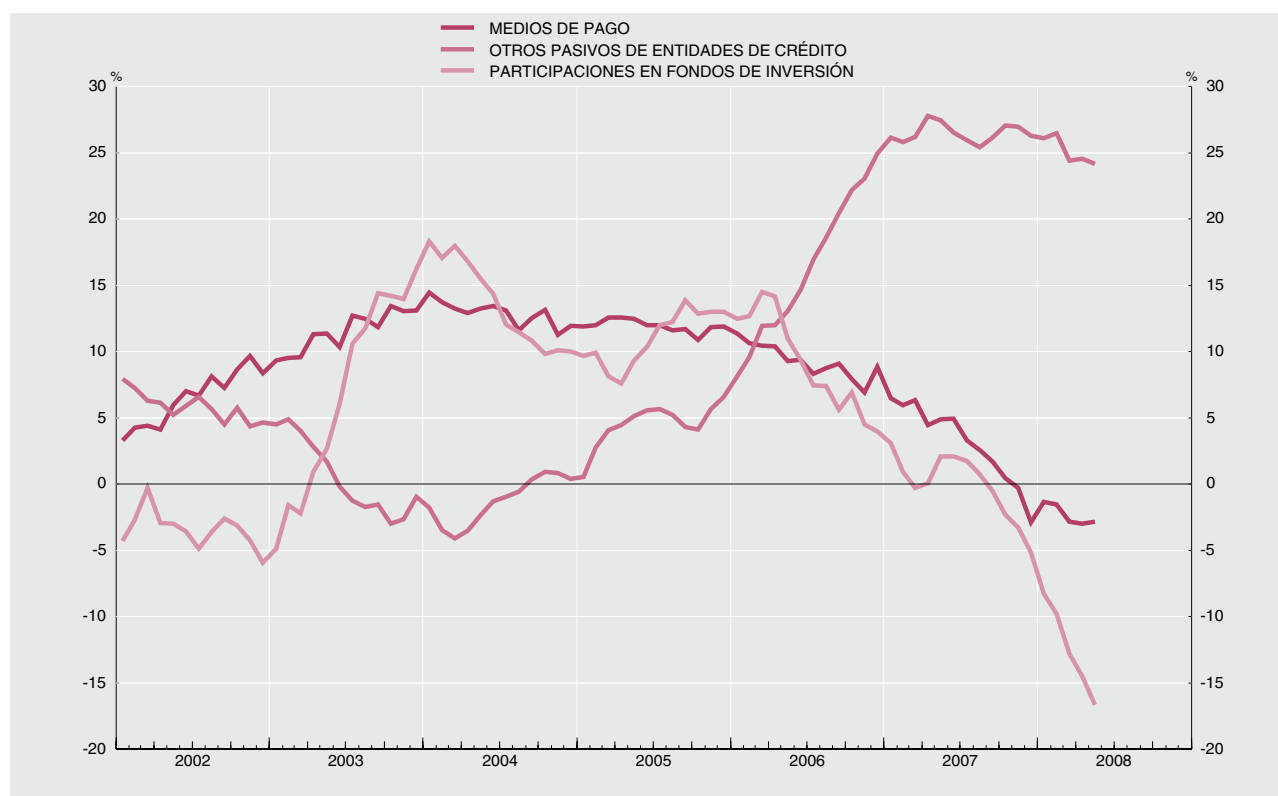
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual	
			Efec-tivo	Depó-sitos a la vista (b)			Otros depó-sitos (c)	Cesiones temp. + valores de a.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
05	344 674	11,9	14,3	11,2	229 726	6,6	7,3	1,0	190 753	13,0	6,7	19,6
06	375 224	8,9	9,2	8,8	286 967	24,9	23,8	34,4	198 328	4,0	-9,3	16,5
07	364 290	-2,9	2,8	-4,6	362 426	26,3	28,4	9,4	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
07 Feb	361 286	5,9	8,2	5,3	301 754	25,8	26,3	21,8	197 014	0,9	-7,2	7,6
Mar	367 330	6,4	8,0	5,9	309 686	26,2	27,1	19,6	198 308	-0,3	-3,8	2,4
Abr	362 486	4,4	7,1	3,6	315 579	27,8	28,4	23,0	199 340	0,1	-2,7	2,1
May	365 080	4,9	7,3	4,2	319 824	27,5	27,7	25,9	201 270	2,1	-4,0	6,8
Jun	379 537	4,9	6,9	4,4	323 898	26,5	26,9	23,6	201 241	2,1	-6,1	8,8
Jul	374 452	3,3	6,1	2,4	329 452	25,9	26,3	22,9	200 266	1,7	-4,9	7,1
Ago	365 480	2,6	6,8	1,3	333 769	25,4	26,1	20,5	200 417	0,7	-3,0	3,7
Sep	368 629	1,7	5,8	0,5	338 148	26,2	27,4	16,8	197 455	-0,5	-2,2	0,8
Oct	359 835	0,4	5,2	-1,0	346 953	27,1	28,7	14,2	195 625	-2,3	-4,6	-0,5
Nov	358 804	-0,3	4,3	-1,7	354 243	27,0	28,6	14,1	191 494	-3,3	-2,5	-3,9
Dic	364 290	-2,9	2,8	-4,6	362 426	26,3	28,4	9,4	188 075	-5,2	-2,3	-7,3
08 Ene	356 908	-1,3	2,3	-2,5	373 371	26,1	28,8	4,1	181 381	-8,3	6,3	-18,6
Feb	355 666	-1,6	2,0	-2,6	381 722	26,5	29,8	-0,4	177 707	-9,8	5,5	-20,6
Mar	356 825	-2,9	0,3	-3,8	385 204	24,4	28,5	-8,0	172 950	-12,8	3,5	-24,6
Abr	351 611	-3,0	-0,2	-3,9	393 124	24,6	29,2	-11,3	170 409	-14,5	2,1	-26,4
May	354 681	-2,8	-1,4	-3,3	397 113	24,2	29,3	-15,0	167 733	-16,7	1,0	-29,0

HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

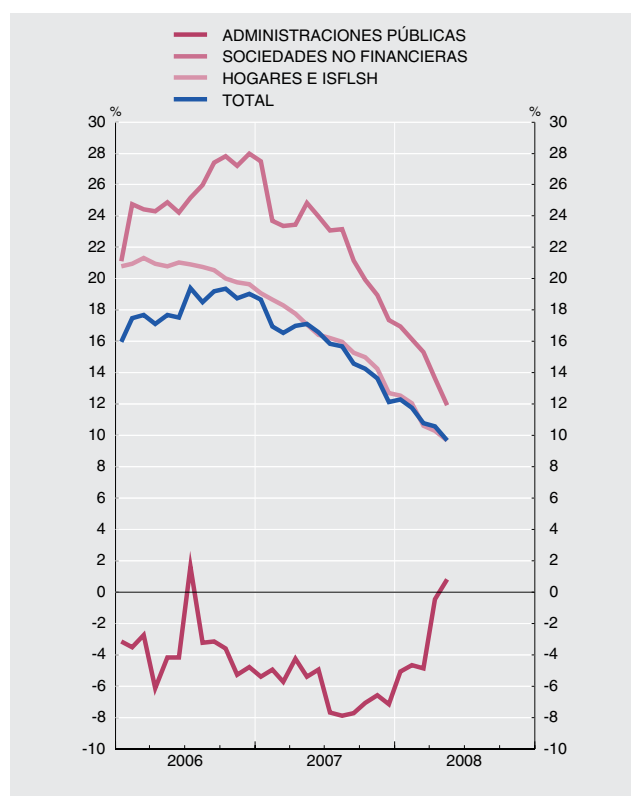
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

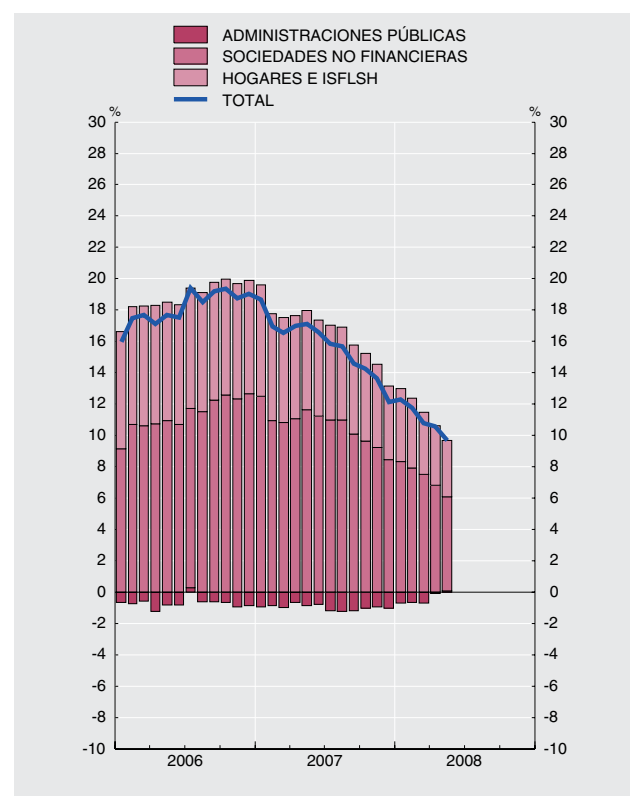
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual							Contribución a la tasa del total						
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH						Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					
					Por sectores		Por instrumentos			Por sectores		Por instrumentos					
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Sociedades no financieras		Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
05	1 763 901	242 997	16,1	-2,7	21,2	21,4	20,9	23,0	23,7	10,7	-0,6	16,6	9,2	7,4	15,2	0,2	1,3
06	2 102 825	335 894	19,0	-4,8	24,2	28,0	19,6	24,4	134,2	16,0	-0,9	19,9	12,6	7,3	17,0	1,0	1,9
07	2 363 515	255 205	12,1	-7,2	15,3	17,3	12,7	15,9	18,1	11,4	-1,0	13,2	8,5	4,7	11,6	0,3	1,3
07 Feb	2 136 684	23 073	16,9	-4,9	21,5	23,7	18,7	23,7	61,0	5,5	-0,8	17,8	10,9	6,8	16,4	0,7	0,7
Mar	2 172 123	29 372	16,5	-5,7	21,1	23,4	18,3	23,3	58,4	5,5	-1,0	17,5	10,8	6,7	16,2	0,6	0,7
Abr	2 178 275	11 960	17,0	-4,2	20,9	23,5	17,8	22,6	56,2	8,4	-0,7	17,7	11,1	6,6	16,0	0,6	1,0
May	2 216 003	38 391	17,1	-5,4	21,4	24,8	17,1	22,5	55,4	11,8	-0,9	18,0	11,6	6,4	15,9	0,6	1,5
Jun	2 266 624	40 024	16,6	-4,9	20,6	24,0	16,4	21,9	29,8	12,2	-0,8	17,4	11,2	6,1	15,5	0,4	1,4
Jul	2 280 996	20 404	15,9	-7,7	20,1	23,1	16,2	21,3	29,9	11,7	-1,2	17,0	11,0	6,0	15,2	0,4	1,4
Ago	2 292 802	12 263	15,7	-7,9	20,0	23,2	16,0	21,3	30,3	11,1	-1,2	16,9	11,0	5,9	15,2	0,4	1,3
Sep	2 311 421	18 451	14,6	-7,7	18,6	21,1	15,3	19,9	28,1	9,3	-1,2	15,8	10,1	5,6	14,3	0,4	1,1
Oct	2 315 039	8 166	14,2	-7,1	17,8	19,9	15,0	18,7	24,0	11,3	-1,0	15,2	9,7	5,6	13,6	0,4	1,3
Nov	2 339 173	23 514	13,6	-6,6	16,9	19,0	14,2	17,6	21,7	11,8	-0,9	14,5	9,2	5,3	12,9	0,3	1,4
Dic	2 363 515	24 401	12,1	-7,2	15,3	17,3	12,7	15,9	18,1	11,4	-1,0	13,2	8,5	4,7	11,6	0,3	1,3
08 Ene	2 370 205	9 436	12,3	-5,1	15,1	17,0	12,5	15,4	18,3	12,3	-0,7	13,0	8,3	4,6	11,3	0,3	1,4
Feb	2 385 716	14 754	11,8	-4,6	14,4	16,1	12,1	15,0	13,9	10,8	-0,6	12,4	7,9	4,5	10,9	0,2	1,3
Mar	2 399 375	12 896	10,8	-4,9	13,3	15,3	10,6	13,6	10,7	11,7	-0,7	11,5	7,5	3,9	9,9	0,2	1,4
Abr	P 2 406 253	7 914	10,6	-0,4	12,2	13,6	10,3	12,6	15,0	9,2	-0,1	10,6	6,8	3,8	9,3	0,2	1,1
May	P 2 428 010	22 192	9,7	0,8	11,0	11,9	9,7	11,6	17,0	6,3	0,1	9,6	6,0	3,6	8,6	0,3	0,8

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española", en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Total de pasivos (consolidados) menos depósitos. Se deducen los pasivos entre Administraciones Públicas.

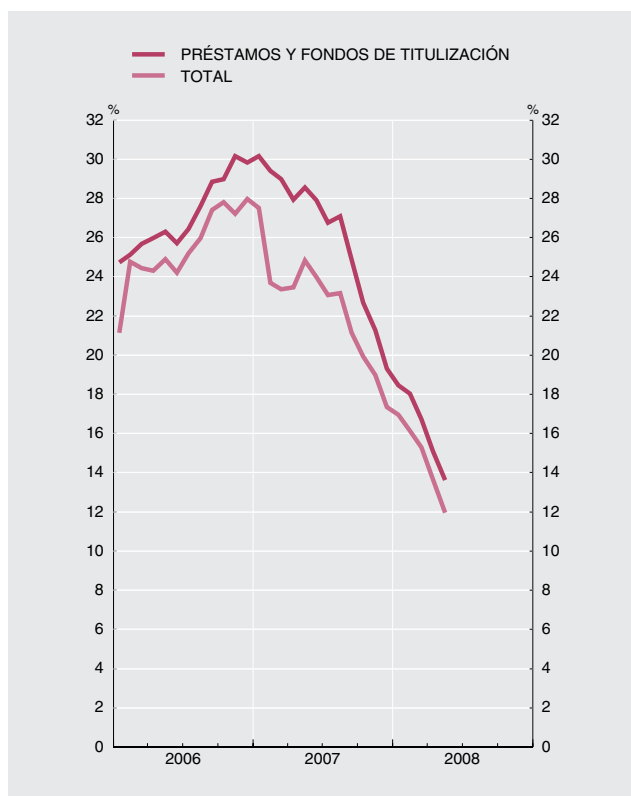
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

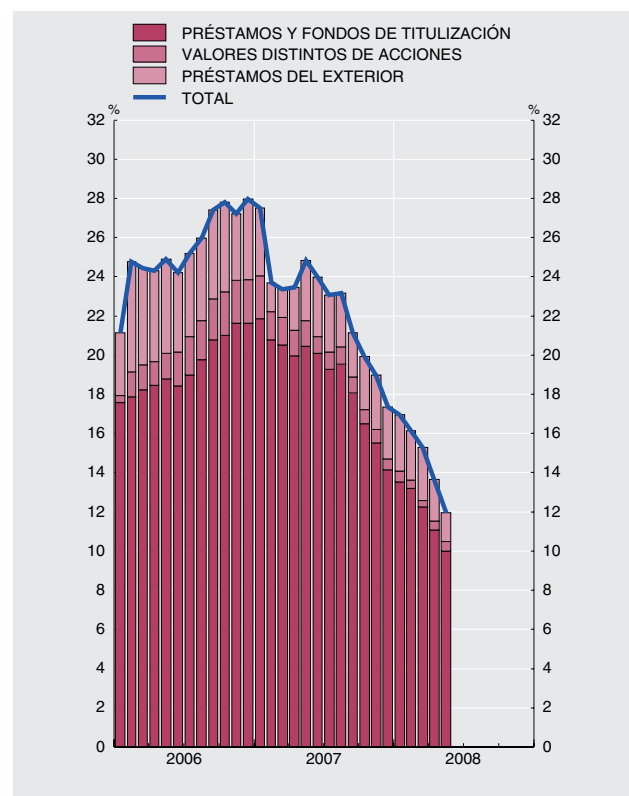
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)				Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	del cual		Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	
							Saldo	Emisiones de filial. financ. resid.						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
05	797 568	139 281	21,4	578 229	25,5	18,1	13 206	2 634	23,7	0,4	206 133	10,7	3,0	5 581
06	1 024 213	223 105	28,0	750 137	29,8	21,6	30 934	19 370	134,2	2,2	243 142	16,0	4,1	3 230
07	1 208 854	177 691	17,3	894 156	19,3	14,1	36 531	22 951	18,1	0,5	278 167	11,2	2,7	1 166
07 Feb	1 049 960	10 256	23,7	767 415	29,4	20,8	32 080	20 821	61,0	1,4	250 464	5,5	1,5	3 162
Mar	1 069 862	13 734	23,4	783 259	29,0	20,5	32 356	21 172	58,4	1,4	254 247	5,4	1,5	3 079
Abr	1 087 069	22 914	23,5	798 420	27,9	20,0	31 889	21 049	56,2	1,3	256 760	8,4	2,2	3 104
May	1 110 346	23 928	24,8	813 013	28,6	20,4	32 571	21 137	55,4	1,3	264 761	11,8	3,1	2 763
Jun	1 137 283	16 206	24,0	832 546	27,9	20,1	33 407	21 389	29,8	0,8	271 330	12,2	3,1	3 004
Jul	1 161 103	29 816	23,1	854 200	26,7	19,3	35 905	23 321	29,9	0,9	270 997	11,6	2,9	2 759
Ago	1 161 730	1 041	23,2	856 056	27,1	19,5	35 898	23 304	30,3	0,9	269 776	11,0	2,8	2 665
Sep	1 175 452	13 289	21,1	869 184	24,9	18,1	36 429	23 023	28,1	0,8	269 840	9,2	2,3	2 300
Oct	1 183 264	12 301	19,9	874 064	22,7	16,5	36 804	23 338	24,0	0,7	272 397	11,2	2,7	2 142
Nov	1 195 090	11 126	19,0	883 525	21,3	15,5	36 654	23 234	21,7	0,7	274 911	11,6	2,8	1 880
Dic	1 208 854	13 284	17,3	894 156	19,3	14,1	36 531	22 951	18,1	0,5	278 167	11,2	2,7	1 166
08 Ene	1 214 326	8 249	17,0	900 652	18,5	13,5	36 604	22 766	18,3	0,5	277 070	12,1	2,9	1 138
Feb	1 218 797	3 653	16,1	904 942	18,0	13,2	36 527	22 562	13,9	0,4	277 329	10,6	2,5	1 047
Mar	1 227 889	7 906	15,3	912 905	16,7	12,2	35 814	22 482	10,7	0,3	279 170	11,5	2,7	899
Abr	P 1 234 427	7 540	13,6	917 556	15,1	11,1	36 681	22 468	15,0	0,4	280 190	9,0	2,1	847
May	P 1 242 355	8 199	11,9	922 384	13,6	10,0	38 123	22 339	17,0	0,5	281 849	6,1	1,5	792

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española" en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes en España de sociedades no financieras, en tanto que los fondos captados en estas emisiones se canalizan a la empresa matriz como préstamos. Las entidades emisoras de estos instrumentos financieros se clasifican como Otros intermediarios financieros en el Boletín Estadístico y en las Cuentas Financieras de la Economía Española.

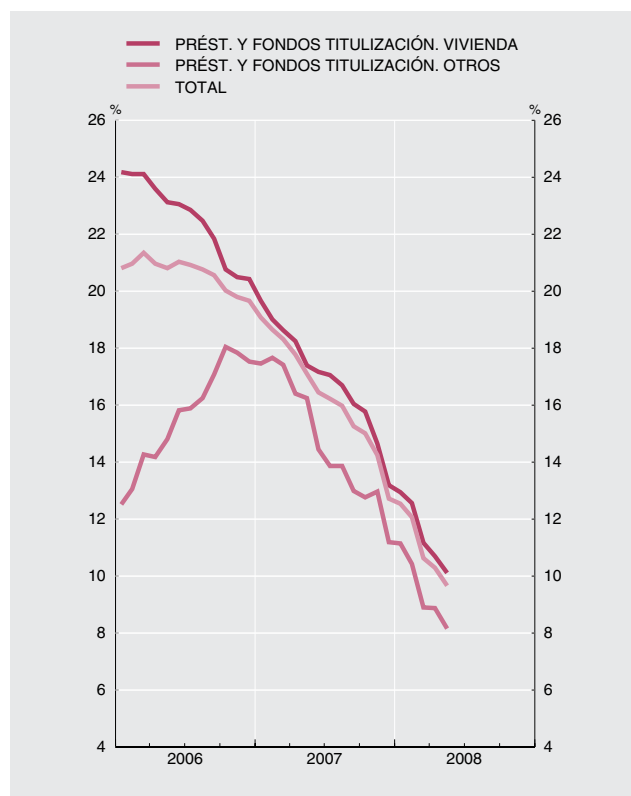
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

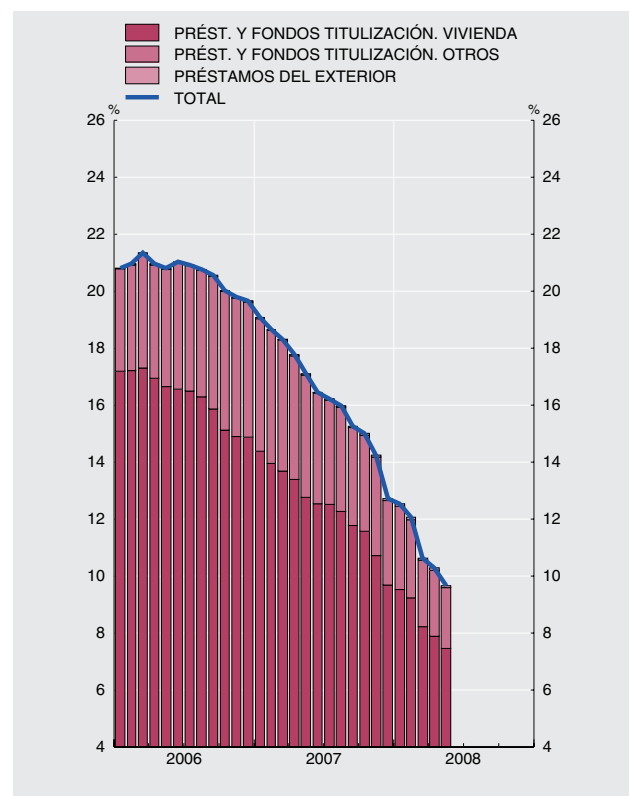
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: prés- tamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter- anual	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter- anual	Contri- bución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
05	650 997	112 525	20,9	474 499	24,3	17,2	175 571	12,5	3,6	927	10,8	0,0	28 527	3 030
06	778 372	127 886	19,6	571 325	20,4	14,9	205 872	17,5	4,7	1 175	26,7	0,0	26 937	3 421
07	875 912	99 004	12,7	646 121	13,2	9,7	228 017	11,2	3,0	1 774	51,0	0,1	27 909	5 802
07 Feb	790 516	7 779	18,7	581 809	19,0	13,9	207 527	17,7	4,7	1 180	18,7	0,0	25 735	3 638
Mar	803 646	13 231	18,3	592 049	18,6	13,7	210 362	17,4	4,6	1 236	23,2	0,0	25 708	3 196
Abr	812 275	8 729	17,8	598 772	18,2	13,4	212 254	16,4	4,3	1 249	19,8	0,0	26 108	3 333
May	821 189	8 925	17,1	604 835	17,4	12,8	215 069	16,2	4,3	1 285	21,2	0,0	25 294	5 101
Jun	838 588	17 534	16,4	616 513	17,2	12,5	220 775	14,4	3,9	1 301	19,5	0,0	27 819	5 143
Jul	845 511	6 956	16,2	625 074	17,0	12,5	219 063	13,9	3,7	1 374	25,1	0,0	27 842	5 208
Ago	849 569	4 101	16,0	628 701	16,7	12,3	219 399	13,9	3,7	1 469	31,9	0,0	28 675	5 120
Sep	854 765	5 463	15,3	632 594	16,0	11,8	220 652	13,0	3,4	1 519	35,1	0,1	27 971	6 211
Oct	863 443	8 736	15,0	638 006	15,8	11,6	223 838	12,7	3,4	1 599	42,7	0,1	27 708	6 170
Nov	875 889	12 526	14,2	643 572	14,7	10,7	230 657	13,0	3,5	1 661	46,7	0,1	27 565	6 049
Dic	875 912	561	12,7	646 121	13,2	9,7	228 017	11,2	3,0	1 774	51,0	0,1	27 909	5 802
08 Ene	879 451	3 508	12,5	649 550	12,9	9,5	228 118	11,1	2,9	1 782	51,9	0,1	27 970	5 817
Feb	884 439	5 049	12,1	654 122	12,6	9,2	228 529	10,4	2,7	1 788	51,5	0,1	29 859	5 807
Mar	887 388	3 372	10,6	657 188	11,2	8,2	228 344	8,9	2,3	1 857	50,2	0,1	28 705	5 645
Abr	894 139	6 786	10,3	661 903	10,7	7,9	230 334	8,9	2,3	1 902	52,3	0,1	28 615	5 663
May	898 802	4 826	9,7	665 107	10,1	7,5	231 747	8,2	2,1	1 947	51,5	0,1	28 255	5 501

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española" en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

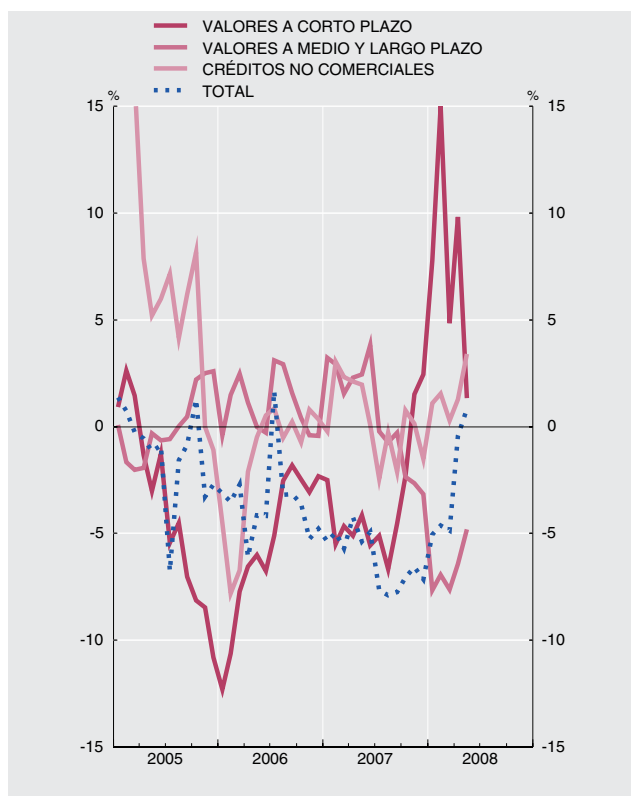
8.8. FINANCIACIÓN NETA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

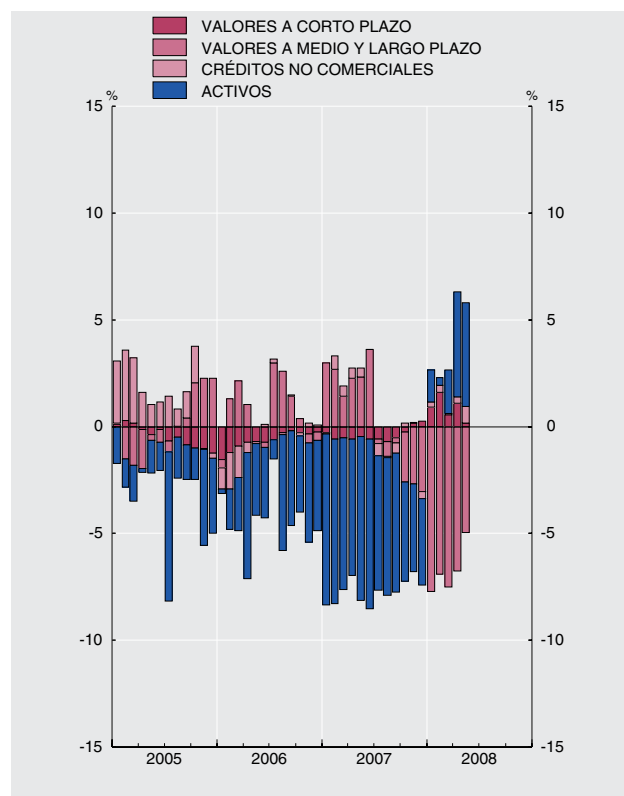
Millones de euros y porcentajes

		Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T1/12 total				
					Pasivos (a)				Activos		Pasivos			Acti- vos	Pasivos			Acti- vos	
		Saldo neto de pasivos	Varia- ción mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Total	Valores		Crédi- tos no comer- ciales y res- to (b)	Depó- sitos en el Banco de España	Resto de depó- sitos (c)	Total	Valores			Crédi- tos no comer- ciales y res- to (a)	Valores			Credito- s no comer- ciales y res- to (a)
						A corto plazo	Medio y largo plazo					A corto plazo	Medio y largo plazo			A corto plazo	Medio y largo plazo		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
04		324 145	680	0,2	6 813	-2 491	1 510	7 794	-1 817	7 949	1,8	-6,2	0,5	12,9	10,6	-0,8	0,5	2,4	-1,9
05		315 336	-8 809	-2,7	2 573	-4 042	7 366	-751	-695	12 077	0,7	-10,8	2,6	-1,1	17,7	-1,2	2,3	-0,2	-3,5
06	P	300 239	-15 097	-4,8	-1 754	-770	-1 218	234	1 780	11 562	-0,4	-2,3	-0,4	0,3	17,6	-0,2	-0,4	0,1	-4,2
07	P	278 749	-21 490	-7,2	-9 320	792	-9 090	-1 022	2 973	9 196	-2,4	2,4	-3,1	-1,5	13,7	0,3	-3,0	-0,3	-4,1
06 Dic	P	300 239	13 179	-4,8	982	-1 781	618	2 145	32	-12 228	-0,4	-2,3	-0,4	0,3	17,6	-0,2	-0,4	0,1	-4,2
07 Ene	P	291 170	-9 069	-5,4	4 217	1 638	4 151	-1 572	926	12 360	2,1	-2,5	3,2	-0,2	31,9	-0,3	3,0	-0,0	-8,0
Feb	P	296 208	5 038	-4,9	534	-3 007	2 608	933	71	-4 575	2,2	-5,5	2,9	3,0	32,5	-0,6	2,7	0,6	-7,7
Mar	P	298 614	2 406	-5,7	1 887	2 379	-1 633	1 140	422	-942	1,1	-4,6	1,5	2,3	30,1	-0,5	1,4	0,5	-7,1
Abr	P	278 930	-19 683	-4,2	-3 203	-2 692	-123	-389	13 375	3 105	1,6	-5,1	2,3	2,1	19,6	-0,6	2,3	0,5	-6,4
May	P	284 468	5 538	-5,4	1 213	2 267	37	-1 091	131	-4 457	1,8	-4,1	2,4	2,0	26,7	-0,5	2,3	0,4	-7,7
Jun	P	290 752	6 284	-4,9	3 138	-2 643	5 646	136	-4 295	1 150	2,4	-5,5	3,8	0,1	29,7	-0,6	3,6	0,0	-7,9
Jul	P	274 383	-16 369	-7,7	-9 925	1 892	-10 458	-1 359	-6 321	12 765	-1,0	-5,1	-0,2	-2,4	19,9	-0,6	-0,2	-0,5	-6,3
Ago	P	281 504	7 121	-7,9	-4 510	-1 808	-2 043	-660	-158	-11 473	-1,2	-6,7	-0,7	-0,3	24,1	-0,7	-0,7	-0,1	-6,4
Sep	P	281 203	-301	-7,7	5 674	2 582	2 769	323	-72	6 046	-1,0	-4,5	-0,3	-2,1	22,7	-0,5	-0,3	-0,5	-6,5
Oct	P	268 332	-12 871	-7,1	-10 578	-1 178	-10 088	688	1 512	780	-1,8	-2,3	-2,3	0,8	14,0	-0,3	-2,3	0,2	-4,6
Nov	P	268 193	-139	-6,6	3 495	2 868	842	-215	-2 152	5 786	-1,8	1,5	-2,7	0,1	11,7	0,2	-2,7	0,0	-4,1
Dic	P	278 749	10 556	-7,2	-1 261	-1 505	-800	1 043	-468	-11 350	-2,4	2,4	-3,1	-1,5	13,7	0,3	-3,0	-0,3	-4,1
08 Ene	A	276 429	-2 321	-5,1	-5 554	3 506	-9 228	168	7	-3 240	-4,9	7,8	-7,7	1,1	-4,3	0,9	-7,7	0,2	1,5
Feb	A	282 480	6 051	-4,6	4 884	-956	4 589	1 252	1 046	-2 213	-3,7	15,1	-6,9	1,5	-1,0	1,6	-6,9	0,3	0,3
Mar	A	284 098	1 618	-4,9	-4 013	-708	-3 606	301	-328	-5 303	-5,2	4,8	-7,6	0,3	-6,3	0,5	-7,5	0,1	2,1
Abr	A	277 686	-6 412	-0,4	2 467	-1 287	3 480	273	115	8 763	-3,8	9,8	-6,4	1,3	-12,1	1,1	-6,8	0,3	4,9
May	A	286 853	9 167	0,8	4 794	-322	4 796	320	-411	-3 962	-2,9	1,3	-4,8	3,4	-12,6	0,2	-5,0	0,8	4,8

FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a.Consolidados: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

b.Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.

c.Excluidas las cuentas de recaudación.

- Serie representada gráficamente.

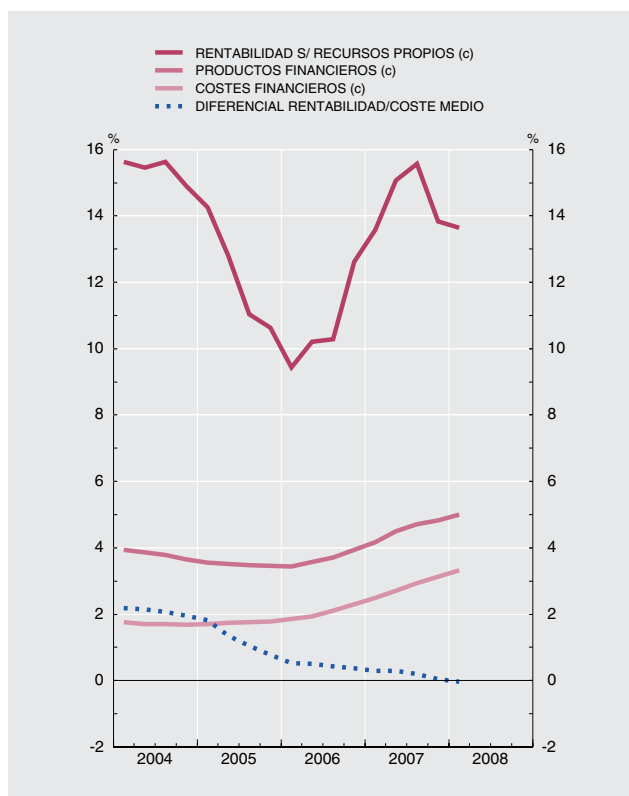
	Total (a)	Financiación de actividades productivas						Otras financ. a personas físicas por func. de gasto					Finan- ciación a institu- ciones privadas sin fines de lucro	Sin clasi- ficar	Pro me- moría: con- struc- ción y vivienda (d)	
		Total	Agricul- tura, ganade- ría y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios		Total	Adquisición y rehabil. de vivienda propia	Bienes de con- sumo duradero	Resto (b)					
						Total	Del cual									
												Servicios inmobili- arios				Del cual
								Total	Adquisición de vivienda							
05	R1	202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	708 819
06		1 508 625	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	544 389	519 244	51 461	104 445	5 704	20 983	922 756
07		1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	618 212	590 600	56 576	114 462	6 089	21 788	1 075 179
03 /V		802 212	411 986	16 402	85 829	65 784	243 972	77 980	372 013	275 958	263 192	35 136	60 919	3 002	15 212	419 722
04 /		832 734	428 517	16 973	85 326	68 171	258 047	85 136	386 179	288 736	275 107	36 201	61 242	3 108	14 930	442 044
II		878 477	452 030	17 102	86 636	72 362	275 930	94 970	405 486	301 537	286 744	37 374	66 575	3 183	17 777	468 869
III		903 590	464 578	17 655	88 360	75 494	283 069	102 455	419 230	315 021	299 447	38 075	66 134	3 426	16 355	492 970
IV		945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	112 165	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	524 363
05 /		989 196	507 089	18 188	93 815	83 421	311 665	121 444	462 910	351 757	334 224	39 375	71 778	3 548	15 649	556 622
II	R1	085 320	544 048	19 501	99 393	89 806	335 349	135 483	516 384	394 989	375 523	42 531	78 864	4 200	20 983	620 277
III		1 131 241	567 022	20 182	101 716	94 411	350 714	144 811	541 346	419 032	398 498	44 644	77 670	4 355	18 518	658 253
IV		1 202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	708 819
06 /		1 265 755	637 277	21 213	105 687	106 183	404 195	181 491	604 878	471 966	449 246	46 320	86 592	4 788	18 813	759 639
II		1 350 191	681 307	21 946	109 856	116 195	433 311	198 998	642 698	498 248	474 404	49 161	95 289	5 109	21 077	813 441
III		1 419 973	728 058	22 460	115 266	127 420	462 911	216 642	666 972	519 130	494 739	50 552	97 291	5 359	19 584	863 192
IV		1 508 625	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	544 389	519 244	51 461	104 445	5 704	20 983	922 756
07 /		1 569 169	816 098	23 436	121 148	137 836	533 678	264 653	726 179	566 341	540 541	52 713	107 125	5 743	21 149	968 830
II		1 652 352	869 174</													

8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE BANCOS, CAJAS DE AHORROS Y COOPERATIVAS DE CRÉDITO, RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

		En porcentaje sobre el balance medio ajustado									En porcentaje				
		Productos financieros	Costes	Margen de intermediación	Otros pto. y gastos ordinarios	Margen ordinario	Gastos de explotación:	Del cual	Margen de explotación	Resto de productos y costes	Beneficio antes de impuestos	Rentabilidad s/ recursos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (12-13)
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
05	R	3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,8	0,9	10,0	2,8	2,0	0,8
06		4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	-0,4	1,6	19,4	2,9	2,5	0,4
07		5,0	3,5	1,5	1,0	2,5	1,1	0,7	1,4	-1,0	1,0	12,4	3,5	3,5	0,1
05 /		3,4	1,7	1,7	0,7	2,4	1,4	0,8	1,0	-0,2	0,8	13,5	3,8	1,9	1,8
II	R	3,5	1,8	1,7	0,9	2,6	1,3	0,8	1,3	-0,2	1,1	11,4	3,3	2,0	1,4
III		3,3	1,8	1,5	0,6	2,1	1,2	0,8	0,9	-0,2	0,7	7,7	3,0	2,0	1,0
IV		3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,2	0,9	10,0	2,8	2,0	0,8
06 /		3,4	2,0	1,4	0,8	2,2	1,2	0,7	1,0	-0,2	0,8	8,7	2,6	2,1	0,5
II		4,0	2,2	1,8	0,8	2,6	1,1	0,7	1,5	-0,2	1,2	14,4	2,7	2,2	0,5
III		3,9	2,4	1,5	0,6	2,1	1,1	0,7	1,0	-0,3	0,7	8,0	2,8	2,3	0,4
IV		4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	0,3	1,6	19,4	2,9	2,5	0,4
07 /		4,3	2,8	1,5	0,9	2,4	1,1	0,7	1,3	-0,2	1,1	12,5	3,1	2,8	0,3
II		5,3	3,0	2,3	0,7	3,0	1,1	0,7	1,9	-0,3	1,7	20,4	3,3	3,0	0,3
III		4,7	3,2	1,5	0,6	2,1	1,0	0,6	1,0	-0,2	0,8	10,0	3,4	3,2	0,2
IV		5,0	3,5	1,5	1,0	2,5	1,1	0,7	1,4	-0,3	1,0	12,4	3,5	3,5	0,1
08 /		5,0	3,5	1,4	0,9	2,4	1,0	0,6	1,3	-0,3	1,0	11,7	3,7	3,7	-0,0

CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 4.36.

a. Beneficio antes de impuestos dividido por recursos propios (capital, reservas, fondo para riesgos generales menos pérdidas de ejercicios anteriores y activos inmateriales).

b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

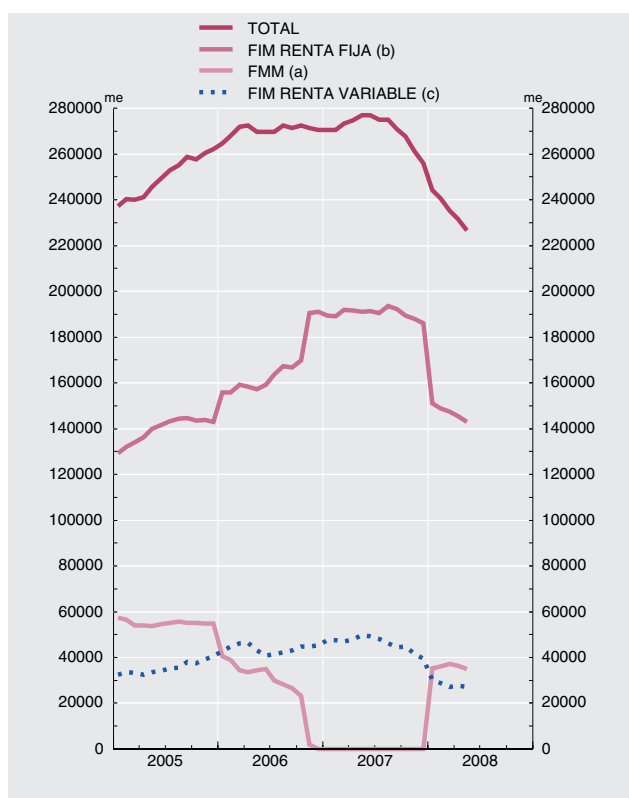
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

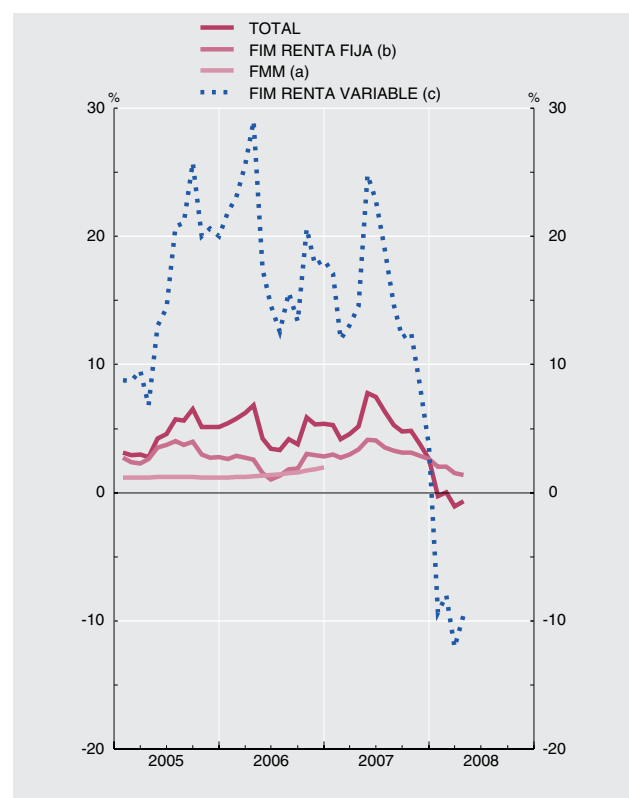
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)
	Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio
			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
05	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
06	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
07	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
07 Ene	270 607	200	-1 500	5,3	-	-106	-106	...	189 293	-1 708	-2 277	3,0	47 473	2 108	1 088	17,1	33 841
Feb	270 597	-11	730	4,2	-	-	-	...	189 012	-281	-354	2,7	47 433	-40	721	12,0	34 151
Mar	273 422	2 825	898	4,6	-	-	-	...	191 896	2 883	2 302	3,0	47 088	-345	-1 194	13,1	34 438
Abr	274 562	1 140	-591	5,2	-	-	-	...	191 508	-387	-582	3,4	47 907	819	31	14,6	35 147
May	276 925	2 362	-575	7,8	-	-	-	...	191 131	-378	-819	4,1	49 730	1 824	-23	24,8	36 063
Jun	277 006	81	727	7,5	-	-	-	...	191 436	305	682	4,1	49 234	-496	-60	22,8	36 335
Jul	275 034	-1 971	-1 101	6,3	-	-	-	...	190 493	-943	-950	3,6	48 196	-1 038	-190	19,0	36 346
Ago	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-	...	193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314
Sep	270 736	-4 279	-5 439	4,8	-	-	-	...	192 289	-1 277	-1 624	3,1	44 560	-1 576	-1 877	12,1	33 887
Oct	267 586	-3 151	-6 069	4,8	-	-	-	...	189 387	-2 902	-3 907	3,1	44 816	255	-1 196	12,5	33 383
Nov	261 331	-6 255	-4 310	3,8	-	-	-	...	188 057	-1 330	-1 536	2,9	41 620	-3 196	-1 640	8,3	31 654
Dic	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
08 Ene	244 286	-11 769	-6 863	-0,3	35 111	35 111	1 027	...	151 093	-34 870	531	2,0	30 184	-9 265	-5 341	-9,4	27 898
Feb	240 462	-3 824	-4 123	0,0	36 169	1 058	-10	...	148 946	-2 147	-1 376	2,0	28 813	-1 371	-1 319	-8,0	26 534
Mar	235 174	-5 288	-3 933	-1,1	37 340	1 171	-369	...	147 530	-1 415	-1 658	1,5	27 214	-1 599	-906	-12,0	23 090
Abr	231 723	-3 451	-5 458	-0,7	36 428	-912	-909	...	145 511	-2 019	-2 512	1,4	27 622	409	-839	-9,5	22 161

PATRIMONIO



RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Hasta diciembre de 2007 se refiere a FIAMM y desde enero de 2008 a la nueva categoría FMM

b. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

c. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

d. Fondos globales.

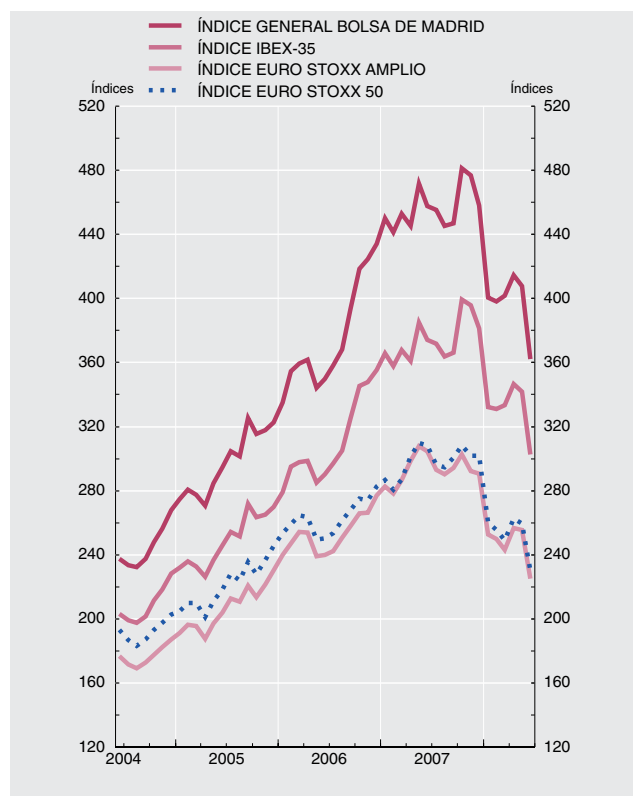
8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

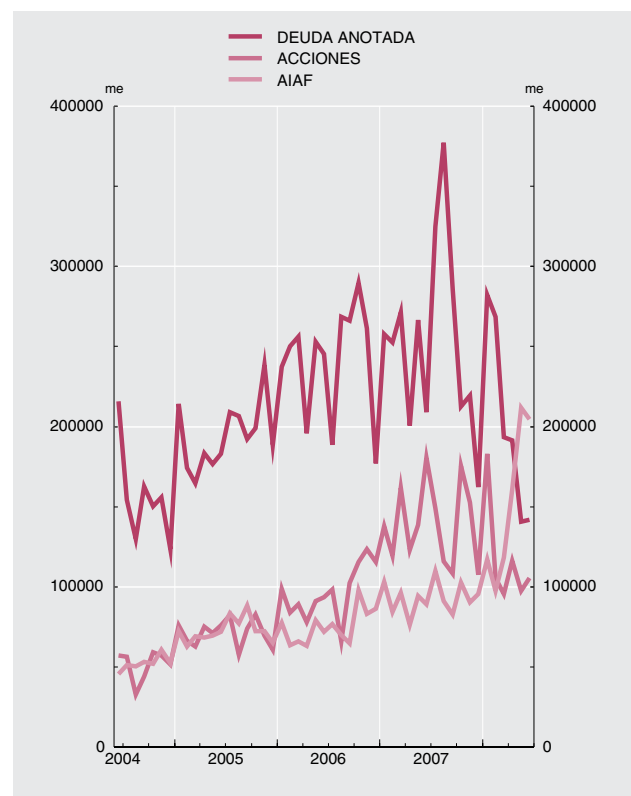
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
06	1 344,36	12 346,51	361,00	3 830,10	1 155 682	93 449	2 888 728	900 202	-	12 977	-	6 569
07	1 637,50	14 899,46	419,02	4 344,48	1 670 178	89 600	3 040 244	1 115 708	-	14 161	-	8 722
08	A 1 424,32	13 188,70	352,86	3 684,10	703 165	39 149	1 218 033	909 944	-	8 539	-	3 854
07 Mar	1 622,49	14 641,70	408,97	4 181,03	161 924	9 882	271 139	96 198	...	1 470	...	833
Abr	1 595,92	14 374,60	426,32	4 392,34	123 156	6 930	200 727	76 317	...	888	...	733
May	1 690,28	15 329,40	439,24	4 512,65	138 715	8 206	266 433	94 244	...	854	...	731
Jun	1 640,40	14 892,00	434,76	4 489,77	180 794	7 209	209 163	89 256	...	1 441	...	842
Jul	1 630,91	14 802,40	418,05	4 315,69	148 942	8 404	324 836	110 001	...	750	...	772
Ago	1 595,04	14 479,80	414,30	4 294,56	115 739	7 388	377 247	91 052	...	1 086	...	777
Sep	1 600,90	14 576,50	419,92	4 381,71	108 347	6 150	286 110	82 760	...	1 334	...	740
Oct	1 724,44	15 890,50	432,10	4 489,79	175 472	8 313	212 587	102 545	...	1 139	...	724
Nov	1 708,19	15 759,90	417,26	4 394,95	152 642	8 272	219 320	90 490	...	1 685	...	734
Dic	1 642,01	15 182,30	414,90	4 399,72	107 346	6 163	162 213	95 535	...	1 719	...	549
08 Ene	1 435,24	13 229,00	360,56	3 792,80	183 005	6 080	282 093	117 244	...	1 274	...	844
Feb	1 425,98	13 170,40	356,76	3 724,50	105 424	7 551	268 415	97 445	...	1 260	...	650
Mar	1 439,06	13 269,00	346,99	3 628,06	95 384	5 646	193 445	118 222	...	1 466	...	633
Abr	1 485,01	13 798,30	366,23	3 825,02	116 192	7 223	191 286	160 603	...	1 544	...	563
May	1 460,74	13 600,90	364,68	3 777,85	97 678	5 904	140 822	211 806	...	799	...	515
Jun	P 1 297,87	12 046,20	321,61	3 352,81	105 483	6 745	141 973	204 624	...	2 196	...	649

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



FUENTES: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12)

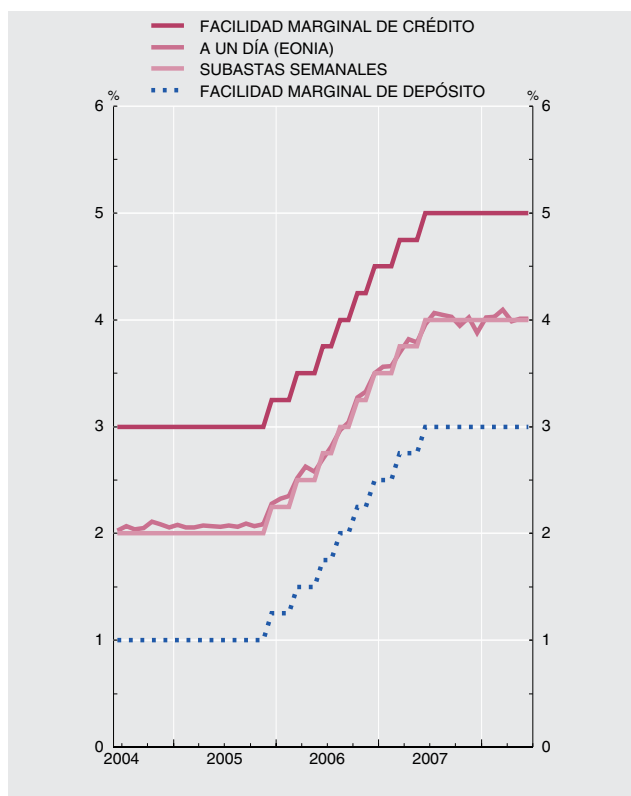
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

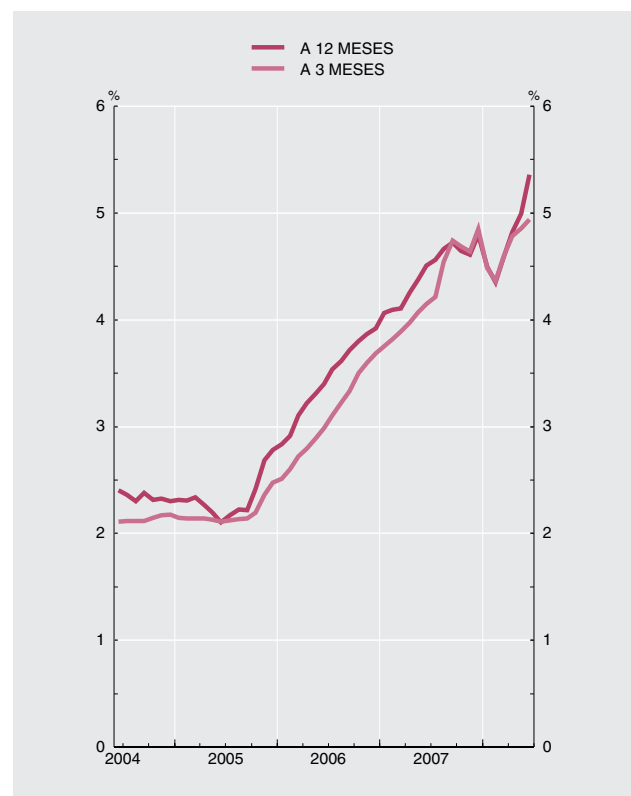
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario													
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (EURIBOR) (a)					España								
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles					Operaciones temporales con deuda pública			
										Día a día	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
06	3,50	3,66	4,50	2,50	2,839	2,94	3,08	3,24	3,44	2,83	2,93	3,08	3,23	3,44	2,75	2,82	2,93	3,28
07	4,00	4,00	5,00	3,00	3,866	4,09	4,28	4,35	4,45	3,85	4,08	4,27	4,33	4,44	3,78	3,85	3,90	4,11
08	A	-	4,50	5,00	4,025	4,32	4,67	4,71	4,77	4,01	4,29	4,65	4,66	4,72	3,97	3,99	3,99	3,59
07 Mar	3,75	3,87	4,75	2,75	3,691	3,84	3,89	4,00	4,11	3,70	3,83	3,89	4,00	4,12	3,64	3,73	3,75	-
Abr	3,75	3,96	4,75	2,75	3,819	3,86	3,98	4,10	4,25	3,80	3,85	3,97	4,10	4,25	3,71	3,75	3,84	-
May	3,75	4,06	4,75	2,75	3,790	3,92	4,07	4,20	4,37	3,79	3,90	4,07	4,20	4,39	3,73	3,81	3,94	-
Jun	4,00	4,11	5,00	3,00	3,956	4,10	4,15	4,28	4,51	3,95	4,08	4,14	4,27	4,48	3,88	3,99	4,01	-
Jul	4,00	4,20	5,00	3,00	4,063	4,11	4,22	4,36	4,56	4,05	4,10	4,19	4,30	4,56	3,96	3,99	4,05	4,36
Ago	4,00	4,56	5,00	3,00	4,047	4,31	4,54	4,59	4,67	4,03	4,31	4,54	4,53	4,64	3,86	3,97	4,06	4,37
Sep	4,00	4,50	5,00	3,00	4,029	4,43	4,74	4,75	4,73	3,99	4,38	4,72	4,70	4,72	3,94	4,00	4,00	-
Oct	4,00	-	5,00	3,00	3,941	4,24	4,69	4,66	4,65	3,90	4,24	4,65	4,69	4,64	3,88	3,96	3,98	4,04
Nov	4,00	4,65	5,00	3,00	4,022	4,22	4,64	4,63	4,61	4,01	4,25	4,64	4,57	4,59	3,96	3,97	3,99	4,00
Dic	4,00	4,00	5,00	3,00	3,879	4,71	4,85	4,82	4,79	3,85	4,74	4,82	4,79	4,78	3,80	3,94	3,92	-
08 Ene	4,00	4,21	5,00	3,00	4,022	4,20	4,48	4,50	4,50	3,98	4,17	4,46	4,44	4,42	3,90	3,94	3,93	3,60
Feb	4,00	4,16	5,00	3,00	4,028	4,18	4,36	4,36	4,35	4,00	4,17	4,34	4,30	4,33	3,99	3,97	3,93	3,58
Mar	4,00	4,44	5,00	3,00	4,091	4,30	4,60	4,59	4,59	4,07	4,28	4,58	4,57	4,58	4,01	3,99	3,94	-
Abr	4,00	-	5,00	3,00	3,987	4,37	4,78	4,80	4,82	3,99	4,33	4,76	4,77	4,76	3,97	3,98	3,98	-
May	4,00	4,51	5,00	3,00	4,010	4,39	4,86	4,90	4,99	4,00	4,36	4,82	4,85	4,95	3,99	3,98	4,00	-
Jun	4,00	4,50	5,00	3,00	4,009	4,47	4,94	5,09	5,36	3,99	4,43	4,94	5,02	5,29	3,98	4,08	4,18	-

EUROSISTEMA: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA E INTERBANCARIO DÍA A DÍA DE LA ZONA DEL EURO



MERCADO INTERBANCARIO: ZONA DEL EURO A TRES MESES Y A UN AÑO



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

a. Hasta diciembre de 1998, se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

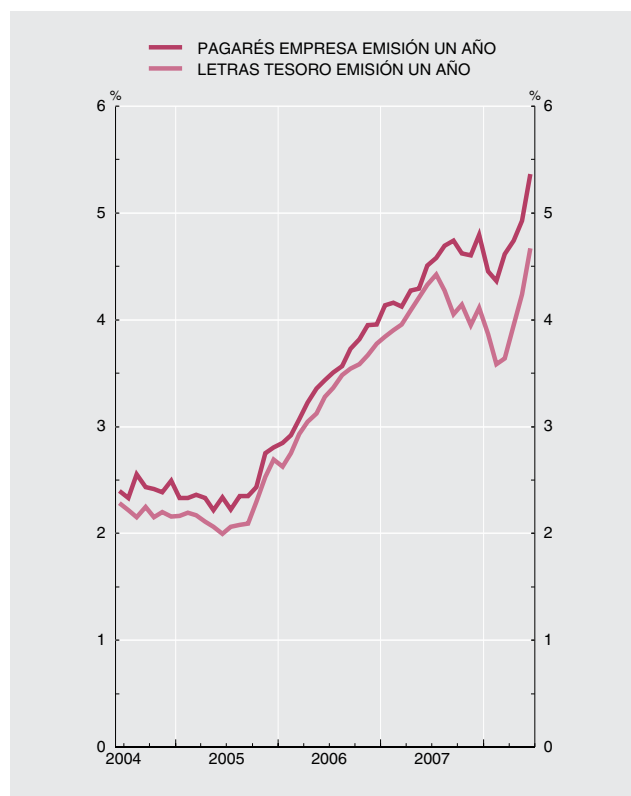
9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

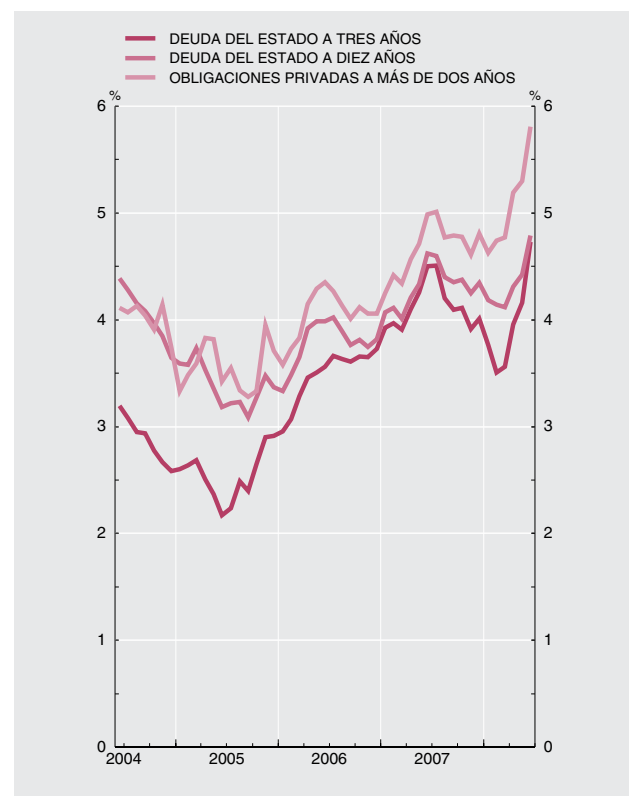
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado								
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta			
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
06		3,27	3,26	3,45	3,44	3,36	3,57	3,76	-	4,04	3,48	3,79	4,05
07		4,11	4,07	4,46	4,49	4,00	4,16	4,24	-	4,49	4,13	4,31	4,67
08	A	3,99	3,96	4,75	4,81	4,21	4,22	4,52	-	4,86	3,95	4,33	5,07
07 Mar		3,95	3,89	4,12	4,12	-	3,95	3,96	-	-	3,91	4,01	4,34
Abr		4,09	4,08	4,27	4,25	-	-	-	-	-	4,10	4,21	4,57
May		4,21	4,22	4,29	4,37	-	-	-	-	-	4,26	4,34	4,71
Jun		4,33	4,32	4,51	4,51	-	4,49	-	-	-	4,50	4,62	4,99
Jul		4,42	4,36	4,58	4,54	-	-	4,65	-	-	4,51	4,60	5,01
Ago		4,27	4,18	4,69	4,75	-	-	-	-	-	4,20	4,40	4,77
Sep		4,05	4,03	4,74	4,82	-	4,20	-	-	4,70	4,09	4,35	4,79
Oct		4,14	4,02	4,62	4,75	-	-	-	-	-	4,11	4,38	4,78
Nov		3,95	4,02	4,60	4,67	-	-	4,26	-	-	3,91	4,25	4,61
Dic		4,11	4,03	4,80	4,88	4,05	-	-	-	-	4,01	4,35	4,81
08 Ene		3,87	3,76	4,46	4,58	3,97	4,00	-	-	-	3,76	4,18	4,63
Feb		3,59	3,61	4,36	4,43	-	-	4,20	-	-	3,50	4,14	4,74
Mar		3,64	3,71	4,62	4,62	-	-	-	-	-	3,56	4,12	4,77
Abr		3,95	3,98	4,74	4,84	3,90	3,96	-	-	4,79	3,96	4,31	5,19
May		4,24	4,18	4,93	5,02	3,99	4,07	-	-	4,92	4,16	4,42	5,30
Jun		4,67	4,55	5,37	5,36	-	-	4,84	-	-	4,73	4,79	5,81

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

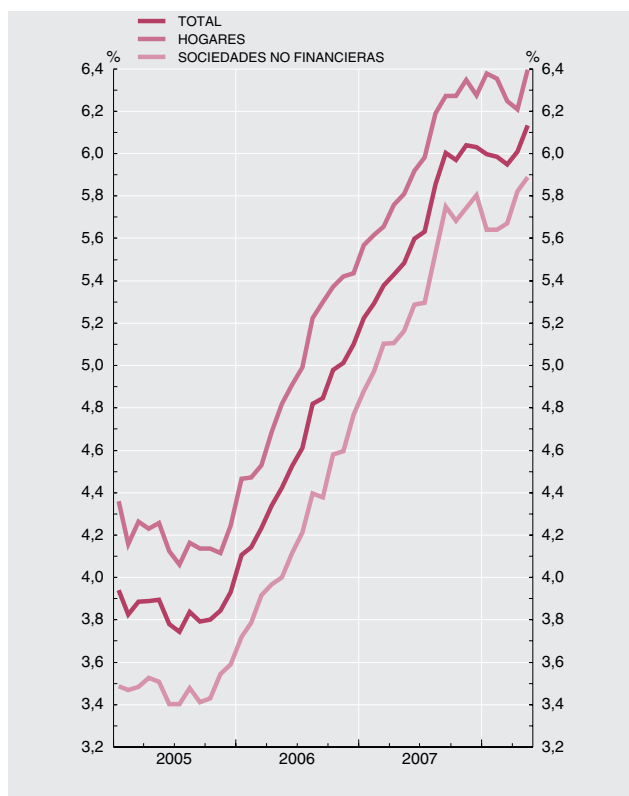
9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

■ Serie representada gráficamente.

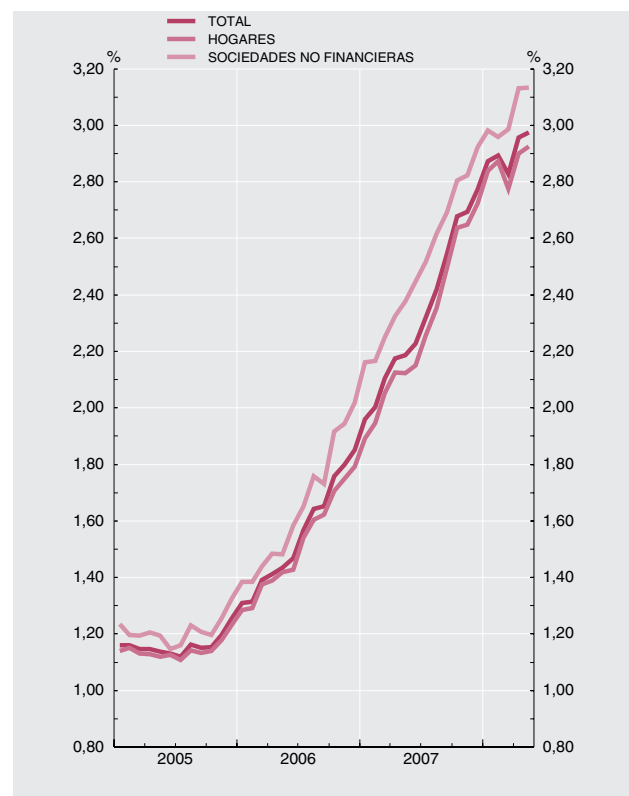
Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (a)							Depósitos (TEDR) (a)								
	Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras			
		Tipo sintético	Vi-vienda	Consumo y otros fines	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (b)		Tipo sintético	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
06		5,10	5,43	4,74	7,32	4,77	5,20	4,56	1,85	1,79	0,52	3,20	3,28	2,02	1,27	3,37
07		6,03	6,28	5,53	8,34	5,80	6,32	5,50	2,77	2,72	0,70	4,41	3,72	2,92	1,94	4,42
08	A	6,13	6,40	5,55	8,78	5,89	6,45	5,50	2,97	2,92	0,78	4,50	3,84	3,13	1,97	4,56
06	Oct	4,98	5,37	4,63	7,37	4,58	5,07	4,22	1,76	1,71	0,51	3,04	3,07	1,92	1,19	3,18
	Nov	5,01	5,42	4,71	7,31	4,60	5,15	4,28	1,80	1,75	0,51	3,10	3,15	1,95	1,22	3,22
	Dic	5,10	5,43	4,74	7,32	4,77	5,20	4,56	1,85	1,79	0,52	3,20	3,28	2,02	1,27	3,37
07	Ene	5,22	5,57	4,85	7,53	4,88	5,38	4,58	1,96	1,89	0,57	3,25	3,39	2,16	1,41	3,46
	Feb	5,29	5,62	4,92	7,52	4,97	5,40	4,69	2,00	1,95	0,58	3,32	3,41	2,17	1,43	3,43
	Mar	5,38	5,66	4,98	7,51	5,10	5,47	4,87	2,10	2,05	0,60	3,51	3,60	2,25	1,47	3,56
	Abr	5,43	5,76	5,05	7,71	5,11	5,53	4,81	2,18	2,13	0,60	3,60	3,62	2,32	1,51	3,66
	May	5,48	5,81	5,11	7,74	5,16	5,60	4,89	2,19	2,12	0,61	3,59	3,68	2,38	1,56	3,73
	Jun	5,60	5,92	5,20	7,88	5,29	5,69	5,05	2,23	2,15	0,60	3,70	3,81	2,45	1,48	3,99
	Jul	5,63	5,98	5,32	7,85	5,30	5,76	5,03	2,32	2,26	0,63	3,82	3,80	2,52	1,56	4,02
	Ago	5,86	6,19	5,43	8,32	5,53	5,92	5,22	2,42	2,36	0,67	3,91	3,76	2,62	1,65	4,08
	Sep	6,00	6,27	5,49	8,47	5,75	6,14	5,47	2,54	2,50	0,69	4,15	3,83	2,69	1,67	4,33
	Oct	5,97	6,27	5,57	8,24	5,68	6,21	5,27	2,68	2,64	0,71	4,31	3,81	2,80	1,82	4,24
	Nov	6,04	6,35	5,59	8,41	5,74	6,22	5,33	2,69	2,65	0,71	4,29	3,81	2,82	1,87	4,22
	Dic	6,03	6,28	5,53	8,34	5,80	6,32	5,50	2,77	2,72	0,70	4,41	3,72	2,92	1,94	4,42
08	Ene	6,00	6,38	5,56	8,64	5,64	6,24	5,23	2,87	2,84	0,72	4,52	3,77	2,98	1,96	4,43
	Feb	5,99	6,35	5,59	8,49	5,64	6,13	5,23	2,89	2,87	0,74	4,51	3,81	2,96	1,97	4,27
	Mar	5,95	6,25	5,43	8,55	5,67	6,17	5,28	2,83	2,78	0,76	4,31	3,84	2,99	1,92	4,36
	Abr	6,01	6,21	5,38	8,54	5,82	6,35	5,42	2,96	2,90	0,77	4,47	3,82	3,13	1,97	4,55
	May	6,13	6,40	5,55	8,78	5,89	6,45	5,50	2,97	2,92	0,78	4,50	3,84	3,13	1,97	4,56

PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS



DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS



FUENTE: BE.

a. TAE: Tasa anual equivalente. TEDR: Tipo efectivo definición restringida, que equivale a TAE sin incluir comisiones.

b. Calculada sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de los mismos.

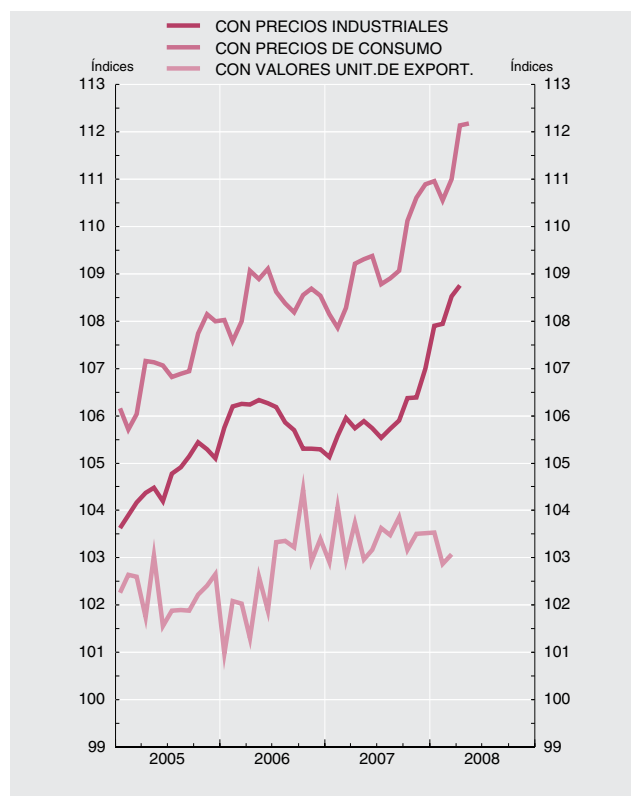
c. Los tipos sintéticos de los préstamos y de los depósitos se obtienen como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones ponderados por los saldos en euros recogidos en balance para todos los instrumentos de cada uno de los sectores.

9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

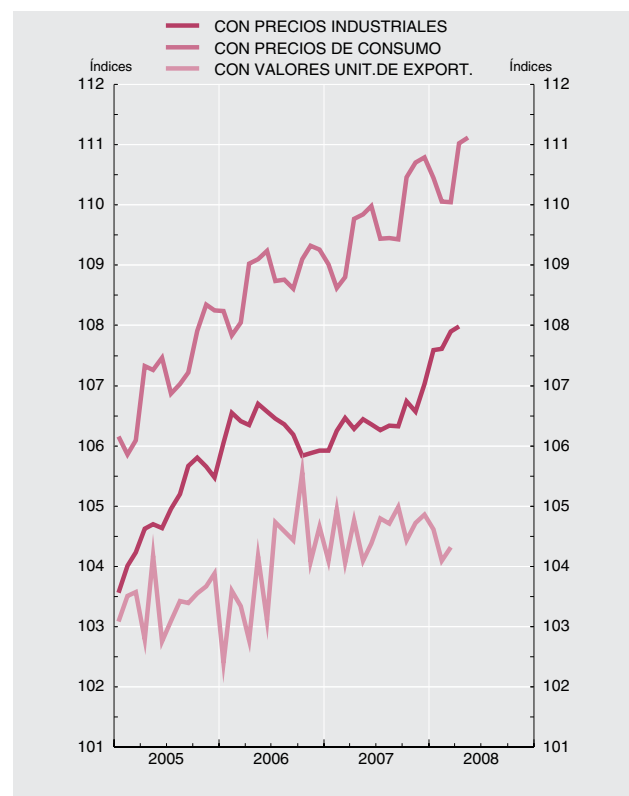
Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 27)									Frente a la zona del euro (a)				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones					
	(a) 1	(a) 2	3	(a) 4		6	7	8	9	(a) 10	(a) 11	12	13	(a) 14
05	104,6	107,0	105,5	102,2	100,1	104,6	106,9	105,5	102,2	104,9	107,2	106,7	112,3	103,4
06	105,9	108,5	106,7	102,6	100,0	105,9	108,5	106,7	102,7	106,3	108,8	108,1	114,0	104,0
07	105,9	109,2	107,8	103,4	99,9	106,0	109,3	107,9	103,5	106,4	109,7	109,6	114,4	104,6
06 II	106,3	109,0	106,8	101,9	100,1	106,2	108,9	106,7	101,8	106,5	109,1	108,0	114,4	103,4
III	105,9	108,4	106,2	103,3	100,0	105,9	108,4	106,2	103,3	106,3	108,7	107,7	112,2	104,6
IV	105,3	108,6	107,2	103,6	99,8	105,5	108,8	107,4	103,8	105,9	109,2	109,0	113,8	104,8
07 I	105,6	108,1	107,6	103,3	99,7	105,9	108,4	107,9	103,6	106,2	108,8	109,5	115,8	104,3
II	105,8	109,3	107,6	103,3	99,8	106,0	109,5	107,7	103,5	106,4	109,9	109,3	113,3	104,4
III	105,7	108,9	107,4	103,7	99,8	105,9	109,1	107,5	103,8	106,3	109,4	109,3	112,9	104,8
IV	106,6	110,5	108,7	103,4	100,3	106,3	110,3	108,4	103,1	106,8	110,7	110,4	115,5	104,7
08 I	108,1	110,8	110,3	103,2	101,0	107,1	109,8	109,2	102,2	107,7	110,2	111,2	121,7	104,3
07 Sep	105,9	109,1	...	103,9	100,0	105,9	109,1	...	103,9	106,3	109,4	...	...	105,0
Oct	106,4	110,1	...	103,2	100,1	106,3	110,1	...	103,1	106,7	110,5	...	...	104,4
Nov	106,4	110,6	...	103,5	100,3	106,1	110,3	...	103,2	106,6	110,7	...	...	104,7
Dic	107,0	110,9	...	103,5	100,5	106,5	110,4	...	103,1	107,0	110,8	...	...	104,9
08 Ene	107,9	111,0	...	103,5	100,9	107,0	110,0	...	102,7	107,6	110,5	...	...	104,6
Feb	107,9	110,6	...	102,9	100,9	107,0	109,6	...	102,0	107,6	110,1	...	...	104,1
Mar	108,5	111,0	...	103,1	101,2	107,2	109,7	...	101,8	107,9	110,0	...	...	104,3
Abr	108,8	112,1	...	...	101,4	107,2	110,6	...	...	108,0	111,0	...	...	...
May	...	112,2	...	...	101,3	...	110,7	...	...	...	111,1	...	...	...
Jun	...	...	...	...	101,3	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 27)



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997 (hasta 1999) y el período 1999-2001 (a partir de 1999)

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.

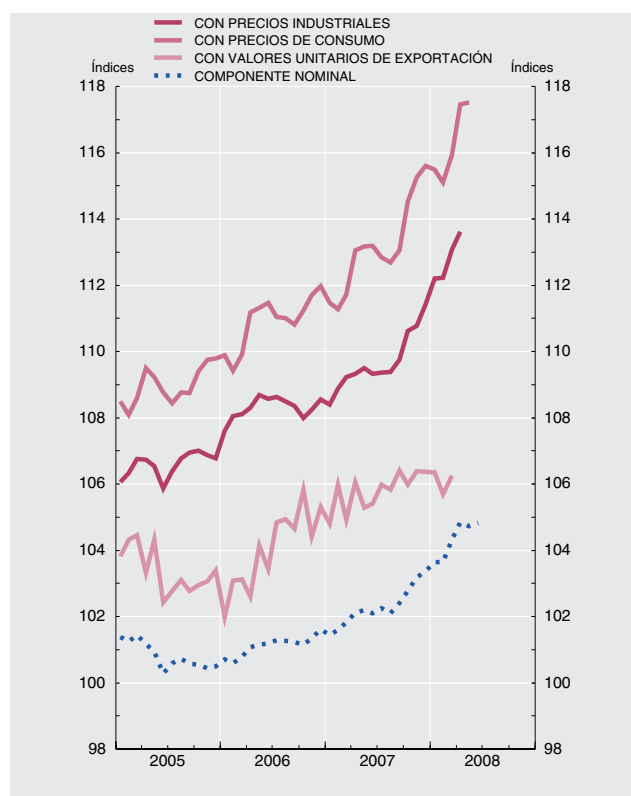
9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

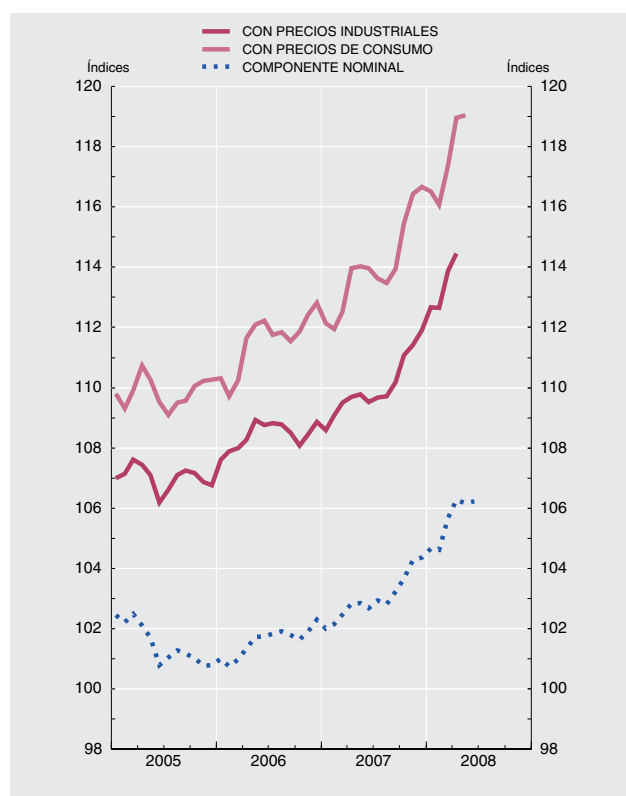
Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados									Frente a los países industrializados				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo
	1	2	3	4		6	7	8	9	10	11		13	14
05	106,6	109,0	114,1	103,4	100,8	105,7	108,1	113,2	102,6	107,0	109,9	101,5	105,5	108,3
06	108,3	110,9	115,9	104,0	101,1	107,1	109,7	114,6	102,9	108,4	111,5	101,6	106,7	109,8
07	109,7	113,2	117,5	105,8	102,3	107,2	110,6	114,8	103,4	110,0	114,0	103,0	106,8	110,7
06 II	108,5	111,3	116,4	103,4	101,1	107,3	110,1	115,1	102,2	108,7	112,0	101,6	106,9	110,2
06 III	108,5	111,0	114,2	104,8	101,3	107,1	109,6	112,8	103,5	108,7	111,7	101,8	106,7	109,7
06 IV	108,3	111,6	115,9	105,2	101,4	106,8	110,1	114,3	103,8	108,5	112,4	101,9	106,4	110,2
07 I	108,8	111,5	118,1	105,2	101,6	107,1	109,7	116,2	103,5	109,1	112,2	102,2	106,7	109,8
07 II	109,4	113,1	116,4	105,6	102,1	107,1	110,8	114,0	103,4	109,7	114,0	102,8	106,7	110,9
07 III	109,5	112,9	116,0	106,1	102,2	107,1	110,4	113,4	103,7	109,9	113,7	103,0	106,7	110,4
07 IV	110,9	115,1	119,3	106,2	103,1	107,6	111,7	115,7	103,0	111,5	116,2	104,1	107,1	111,6
08 I	112,5	115,5	126,7	106,1	103,9	108,3	111,2	121,9	102,2	113,1	116,7	105,0	107,7	111,1
07 Sep	109,8	113,1	...	106,4	102,4	107,2	110,4	...	103,9	110,2	113,9	103,2	106,7	110,4
07 Oct	110,6	114,5	...	106,0	102,8	107,6	111,4	...	103,1	111,1	115,5	103,7	107,2	111,4
07 Nov	110,8	115,3	...	106,4	103,2	107,4	111,7	...	103,1	111,4	116,4	104,3	106,9	111,7
07 Dic	111,4	115,6	...	106,4	103,4	107,8	111,8	...	102,9	111,9	116,7	104,4	107,2	111,8
08 Ene	112,2	115,5	...	106,3	103,6	108,3	111,4	...	102,6	112,7	116,5	104,7	107,7	111,3
08 Feb	112,2	115,1	...	105,7	103,6	108,3	111,1	...	102,0	112,6	116,1	104,6	107,7	110,9
08 Mar	113,1	115,9	...	106,2	104,3	108,4	111,2	...	101,9	113,9	117,4	105,7	107,8	111,1
08 Abr	113,6	117,5	...	...	104,8	108,4	112,0	...	...	114,4	119,0	106,3	107,7	111,9
08 May	...	117,5	...	...	104,7	...	112,2	...	...	...	119,0	106,2	...	112,1
08 Jun	...	...	...	...	104,8	...	...	...	...	...	...	106,2	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997 (hasta 1999) y el período 1999-2001 (a partir de 1999)

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

MAY 2007	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2007, según la EPA 29</p> <p>Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española 39</p> <p>La tenencia de vivienda y la movilidad laboral en la Unión Europea 49</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2007 57</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca. Actividad y resultados en 2006 67</p> <p>Cambios normativos en la inversión institucional y su impacto en los mercados financieros 79</p>
JUN 2007	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11</p> <p>Evolución reciente de la economía española 19</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2007 37</p> <p>Actualización del modelo trimestral del Banco de España 55</p> <p>Un análisis de los determinantes del turismo no residente en España 67</p> <p>Los problemas metodológicos de los saldos ajustados de ciclo: el caso de la UEM 83</p> <p>El efecto de las remesas sobre el tipo de cambio real 101</p> <p>Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2006 113</p>
JUL-AGO 2007	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Dinámica de la productividad en el ámbito empresarial en España 79</p> <p>La evolución en la UEM de la participación de los salarios en la renta 89</p> <p>Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2006 103</p> <p>Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2006 115</p> <p>Regulación financiera: segundo trimestre de 2007 131</p>
SEP 2007	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11</p> <p>Evolución reciente de la economía española 21</p> <p>Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2007 41</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2007, según la EPA 59</p> <p>La información microeconómica sobre determinación de precios y la curva de Phillips neokeynesiana 71</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2007 83</p> <p>Informe semestral de economía latinoamericana 91</p> <p>Crisis de deuda soberana: ¿Qué papel puede jugar un Tribunal Internacional? 119</p>
OCT 2007	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11</p> <p>Informe trimestral de la economía española 21</p> <p>Una aproximación a la regulación del comercio al por menor a partir de indicadores sintéticos 89</p> <p>El proceso de integración de los mercados de valores 101</p> <p>La utilización de la capacidad productiva y su relación con la inflación en la UEM 113</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2007 125</p> <p>Deuda en moneda local y reducción de la vulnerabilidad financiera en las economías emergentes 135</p> <p>Regulación financiera: tercer trimestre de 2007 149</p>
NOV 2007	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en 2006 y hasta el tercer trimestre de 2007 31</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2007, según la Encuesta de Población Activa 51</p> <p>Los efectos de los incentivos fiscales al ahorro para la jubilación 61</p> <p>La <i>flexiguridad</i> como modelo para los mercados de trabajo europeos 69</p> <p>La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2007 87</p> <p>Simplificación del crédito del FMI 101</p>
DIC 2007	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2005: métodos, resultados y cambios entre 2002 y 2005 31</p> <p>Evolución reciente de la tasa de actividad de la economía española y retos futuros 67</p> <p>El efecto de las variaciones del precio del petróleo sobre la inflación española 77</p> <p>La titulización en España: principales características 89</p> <p>La demanda de importaciones de bienes intra-UEM y extra-UEM 99</p> <p>Los desafíos de la política monetaria en Japón 111</p>

ENE 2008	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2008 79</p> <p>La internacionalización de las empresas españolas a través de la inversión extranjera directa 91</p> <p>Una modelización de equilibrio general de las fluctuaciones del precio del petróleo 105</p> <p>Un nuevo indicador de competencia en el sector bancario 113</p> <p>Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007 125</p>
FEB 2008	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro durante el año 2007, según la Encuesta de Población Activa 31</p> <p>Situación actual y perspectivas de evolución de la población en España 41</p> <p>Evolución de los mercados primarios de valores en España durante la década actual 51</p> <p>Descomposición de los tipos de interés nominales en España durante la convergencia hacia la Unión Monetaria 61</p> <p>La situación energética en Latinoamérica 71</p>
MAR 2008	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Informe de proyecciones de la economía española 31</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2007 y avance de cierre del ejercicio 43</p> <p>Estructura y evolución reciente de la inversión empresarial en España 59</p> <p>Los efectos de las variaciones de los tipos de interés del mercado monetario sobre la renta de los hogares en España 77</p> <p>La composición del gasto público en Europa y el crecimiento a largo plazo 89</p> <p>Potenciales de exportación en los países del norte de África y Oriente Próximo 103</p>
ABR 2008	<p>Situación de la economía española y del sector financiero. Conferencia de apertura del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, en el XV Encuentro del Sector Financiero 11</p> <p>Informe trimestral de la economía española 23</p> <p>Estructura de la renta y disponibilidad de ahorro en España: un análisis con datos de hogares 89</p> <p>Los efectos de la temporalidad de los contratos laborales sobre la formación de nuevos hogares 107</p> <p>Un modelo para la predicción en tiempo real del PIB en el área del euro (EURO-STING) 115</p> <p>Informe semestral de economía latinoamericana 125</p> <p>Regulación financiera: primer trimestre de 2008 151</p>
MAY 2008	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2008, según la EPA 31</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2008 41</p> <p>La reforma del sistema de defensa de la competencia en España 55</p> <p>Bonos indicados y expectativas de inflación en la zona del euro 67</p> <p>Turbulencia financiera y perspectivas para las economías emergentes 81</p>
JUN 2008	<p>Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11</p> <p>Evolución reciente de la economía española 21</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2008 41</p> <p>La evolución reciente del saldo energético y su contribución al saldo comercial de la economía española 59</p> <p>Una aproximación al componente transitorio del saldo público en España 69</p> <p>La evolución del mercado de trabajo en la UEM en la última década 83</p> <p>Integración y competencia en el sistema bancario español 91</p> <p>Materias primas, inflación y políticas monetarias. Una perspectiva global 111</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2007 131</p>
JUL-AGO 2008	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Una primera estimación del impacto económico de una reducción de las cargas administrativas en España 81</p> <p>El precio de la vivienda y la reasignación sectorial del empleo: evidencia internacional 93</p> <p>La dinámica de la inversión en existencias en la UEM 101</p> <p>Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2007 115</p> <p>Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2007 127</p> <p>Regulación financiera: segundo trimestre de 2008 145</p>

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

Estudios e informes

PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)
Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)
Informe Anual (ediciones en español e inglés)
Informe del Servicio de Reclamaciones (trimestral)
Memoria Anual sobre la Vigilancia de Sistemas de Pago (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)
Mercado de Deuda Pública (anual)

NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo
Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.^a DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número).
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).
- 49 ELENA MARTÍNEZ RUIZ: Guerra Civil, comercio y capital extranjero. El sector exterior de la economía española (1936-1939) (2006).
- 50 ISABEL BARTOLOMÉ RODRÍGUEZ: La industria eléctrica en España (1890-1936) (2007).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0807 MAXIMO CAMACHO Y GABRIEL PEREZ-QUIROS: Introducing the EURO-STING: Short Term Indicator of euro area Growth.
- 0808 RUBÉN SEGURA-CAYUELA Y JOSEP M. VILARRUBIA: The effect of foreign service on trade volumes and trade partners.
- 0809 AITOR ERCE: A structural model of sovereign debt issuance: assessing the role of financial factors.
- 0810 ALICIA GARCÍA-HERRERO Y JUAN M. RUIZ: Do trade and financial linkages foster business cycle synchronization in a small economy?
- 0811 RUBÉN SEGURA-CAYUELA Y JOSEP M. VILARRUBIA: Uncertainty and entry into export markets.
- 0812 CARMEN BROTO Y ESTHER RUIZ: Testing for conditional heteroscedasticity in the components of inflation.
- 0813 JUAN J. DOLADO, MARCEL JANSEN Y JUAN F. JIMENO: On the job search in a matching model with heterogeneous jobs and workers.
- 0814 SAMUEL BENTOLILA, JUAN J. DOLADO Y JUAN F. JIMENO: Does immigration affect the Phillips curve? Some evidence for Spain.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0706 JAVIER JAREÑO MORAGO: Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española.
- 0801 MARÍA J. NIETO Y GARRY J. SCHINASI: EU framework for safeguarding financial stability: Towards an analytical benchmark for assessing its effectiveness.
- 0803 OLYMPIA BOVER: The Spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2005 wave.

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de las publicaciones estadísticas, Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

EDICIONES VARIAS¹

RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (**).

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (*).

BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.

TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (***).

VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.

PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999) (*).

BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.

PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.

TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.

VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.

BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.

BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (*). (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.

JOSÉ MARÍA VIÑUELA, PEDRO NAVASCUÉS Y RAFAEL MONEO: El Edificio del Banco de España (2006). 25 €.

BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (****).

Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín Estadístico (mensual, solo disponible en versión electrónica en el sitio web²)

Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales³)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito⁴

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual

Boletín Mensual

Otras publicaciones

1. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (*), (**), (***) o (****), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. 2. Además, diariamente se actualiza en la sección de Estadísticas. 3. Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación. 4. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

BANCODE ESPAÑA Eurosistema	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 Correo electrónico: publicaciones@bde.es www.bde.es
--------------------------------------	---